

Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	6
EZB: Auf der Schussfahrt gewendet	10
Versicherungsunternehmen als Covered Bond-Investoren: Der Banken-Versicherungen-Nexus	14
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	23
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	28
Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP	31
Charts & Figures	
Covered Bonds	32
SSA/Public Issuers	38
Ausgaben im Überblick	41
Publikationen im Überblick	42
Ansprechpartner in der NORD/LB	43

Flooranalysten:

Melanie Kiene, CIAA

Covered Bonds

melanie.kiene@nordlb.de

Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds

frederik.kunze@nordlb.de

Dr. Norman Rudschuck, CIAA

SSA/Public Issuers

norman.rudschuck@nordlb.de

NORD/LB:

[Markets Strategy & Floor Research](#)

NORD/LB:

[Covered Bond Research](#)

NORD/LB:

[SSA/Public Issuer Research](#)

Bloomberg:

[RESP NRDR <GO>](#)

Marktüberblick

Covered Bonds

Autoren: Melanie Kiene, CIAA // Dr. Frederik Kunze

Primärmarkt: EZB-Kurs könnte perspektivisch Neuemissionsprämien anziehen lassen

In den vergangenen fünf Handelstagen zeigte sich kein Emittent mit einer EUR-Benchmark am Primärmarkt. Auch die erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten als Folge der jüngsten EZB-Sitzung muss in diesem Kontext als eine mögliche Erklärung herangezogen werden. Tatsächlich sind wir in eine Phase der Unsicherheit über die weitere geldpolitische Ausrichtung im Euroraum eingetaucht. Möglichen Szenarien in Bezug auf den weiteren Verlauf des EZB-Ankaufprogramms widmen wir uns in unserem [Cross-Asset-Artikel](#). Insbesondere eine dynamische Rückführung der Nettoankäufe könnte am Covered Bond-Primärmarkt beispielsweise zu einem deutlich unter 40% fallenden Primärmarkt-Order-Anteil des Eurosystems bei den CBPP3-eligible Deals führen und so sehen wir durchaus eine steigende Wahrscheinlichkeit für anziehende Neuemissionsprämien – insbesondere bei Laufzeiten von mehr als zehn Jahren. Ebenso könnte die Strategie der EZB in Bezug auf die konkreten Reinvestitionen der Fälligkeiten im Rahmen des CBPP3 stärker an Bedeutung gewinnen. Zum Jahresende 2021 lag das Gesamtvolumen des Programms noch bei EUR 298,7 Mrd. und gab nunmehr auf EUR 295,1 Mrd. nach (Rückgang der vergangenen vier Wochen um netto: EUR 3,6 Mrd.). Die EZB könnte sich hier sprichwörtlich Pulver für Covered Bonds, aber eben auch für andere Assetklassen trocken halten. Letzteres würde eine geringere Nachfrage nach Covered Bonds indizieren und etwas Unterstützung von den Spreads nehmen.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
--------	---------	--------	------	----------	------	--------	--------	-----

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research, (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

Green Covered Bonds: Debüt aus Spanien

Zum Start in die neue Handelswoche konnten wir uns über die Ankündigung des wohl ersten ESG-Deals in 2022 freuen. Tatsächlich handelt es sich bei dem von Caja Rural de Navarra (CRUNAV) in Aussicht gestellten Green Covered Bond um die erste grüne EUR-Benchmark (EUR 500 Mio.; WNG; 7y) aus Spanien. Die vier bisherigen Deals aus dem ESG-Spektrum waren hier den Social Bonds (eine Emission der Kutxabank) sowie dem Sustainability-Segment (2mal CRUNAV, 1mal Eurocaja Rural) zuzurechnen. Dem Green Covered Bond-Debüt, das auf dem im Dezember 2021 aktualisierten [Sustainability Bond Framework](#) basiert, gehen entsprechende Investorenmeetings voran, für die CRUNAV ein Bankenkonsortium mandatiert hat. Die [Second Party Opinion](#) von Sustainalytics bestätigt dem Rahmenwerk eine Übereinstimmung mit den Nachhaltigkeitsbestrebungen des eigenen Instituts sowie mit den sieben adressierten UN Sustainable Development Goals. Zudem sieht Sustainalytics die Umsetzung der vier Kernkomponenten der ICMA Green Bond Principles (2021) bzw. Social Bond Principles (2021) als gegeben an. In Bezug auf die EU-Taxonomie sowie den EU Green Bond Standard (EU GBS) erfolgt die Auswahl der geeigneten Assets in Konformität mit den Technical Screening Criteria (TSC) der Taxonomie sowie in Übereinstimmung mit dem aktuellen Entwurf des EU GBS. CRUNAV verfügt über drei ausstehende EUR-Benchmarks im Volumen von insgesamt EUR 1,6 Mrd. Die nächste Fälligkeit steht am 16. März 2022 (CRUNAV 0 1/2 03/16/22; EUR 500 Mio.) an.

Fitch mit Einschätzung zu Pfandbriefen

In einer aktuellen Einschätzung hat sich Fitch Ratings zum Pfandbriefmarkt geäußert. Insbesondere nimmt der Kommentar vom 03. Februar Bezug auf mögliche Entwicklungen am Immobilienmarkt und den entsprechenden Implikationen für Hypothekendarlehen. Demnach würde das Szenario eines ausgeprägten Rückgangs der Immobilienpreise bzw. einer Preiskorrektur Hypothekendarlehen nicht stark belasten. Dies begründet Fitch mit den konservativen Standards der Beleihungswertermittlung, aber auch mit der heterogenen Struktur der Deckungsstöcke. Die unterschiedlichen bisherigen Laufzeiten der Finanzierungen in den Cover Pools würden hier ebenfalls einen Beitrag zur Risikodiversifizierung leisten. Im Hinblick auf die Umsetzung der Covered Bond-Richtlinie fasst Fitch zusammen, dass sich in der Folge auch nennenswerte Verbesserungen mit Blick auf die für die Ratingagentur relevanten Parameter ergeben haben. Dies gilt beispielsweise auch als Folge der im PfandBG neu eingeführten Möglichkeit für Fälligkeitsverschiebungen für Pfandbriefe.

European Mortgage Federation: Volumen der Hypothekenfinanzierungen in Europa bleibt auch im III. Quartal 2021 auf Expansionskurs

Bereits Ende Januar hat die European Mortgage Federation (EMF) die jüngste Ausgabe ihres Quarterly Reviews zu den europäischen Immobilienfinanzierungsmärkten vorgelegt. In der [Quarterly Review](#) für das III. Quartal 2021 wurde einmal mehr die hohe Wachstumsdynamik an den europäischen Märkten für die Finanzierung von Wohnimmobilien bestätigt. Dies gilt sowohl mit Blick auf ausstehende Volumina (Outstanding Mortgage Loans +6,6% Y/Y) als auch in Bezug auf die Bruttokreditvergabe (Gross Lending +17% Y/Y). Die EMF-Datenbasis bietet unseres Erachtens den Mehrwert einer breiten Abdeckung sowohl der europäischen Immobilienfinanzierungsmärkte als auch der Wohnimmobilienmärkte insgesamt. So schließt die Statistik des EMF nach eigenen Angaben 95% des ausstehenden Volumens der Immobilienfinanzierung der EU27-Länder zzgl. UK mit ein. Die Dynamik aus den europäischen Housing-Märkten fassen die Experten des EMF dahingehend zusammen, dass für alle betrachteten Jurisdiktionen weiterhin Preisanstiege zu beobachten seien. Während in einigen europäischen Volkswirtschaften die Angebotsseite weiter expandierte, waren in anderen Ländern weiterhin erhebliche Knappheiten zu beobachten.

Moody's: Kanadas Immobilienfinanzierungsmärkte im Fokus

Im Rahmen eines aktuellen Sektorprofils zu den kanadischen Immobilienmärkten stellt die Ratingagentur Moody's auch einen direkten Bezug zu den Covered Bond-Programmen des Landes dar. Als Folge der niedrigen bzw. rückläufigen Immobilienzinsen in 2021 wären demnach die Darlehensnehmer in der Tendenz längere Zinsbindungen eingegangen. Gleichzeitig würden steigende Immobilienpreise einen positiven Einfluss auf die nach aktuellen Marktpreisen abgeleiteten LTV-Quoten. Für die Deckungsstöcke der kanadischen Programme sind entsprechend für 2021 rückläufige mittlere Darlehenszinsen und steigende mittlere Laufzeiten zu beobachten. Als Folge der Preisentwicklung an den kanadischen Immobilienmärkten weisen die indexierten LTV-Quoten einen in den Cover Pools im Mittel einen abwärts gerichteten Trend auf, wohingegen die ursprünglichen LTV-Quoten konstant blieben. Letzteres ist auch als Folge konsistenter Kreditvergaberichtlinien anzusehen. Insgesamt decken sich diese Angaben mit der hohen Kreditqualität kanadischer Covered Bonds. Im EUR-Benchmarksegment stechen die Emittenten des Landes im noch jungen Jahr bereits mit einer hohen Präsenz heraus. So gehen EUR 7,75 Mrd. der in 2022 bisher platzierten EUR-Benchmarks im Volumen von EUR 28,50 Mrd. auf Kanada zurück.

Kanada: EUR-Subbenchmarkemittent Equitable Bank strebt Expansion auf dem Heimatmarkt an

Im August letzten Jahres bereicherte die kanadische Equitable Bank das EUR-Subbenchmarksegment um eine weitere Jurisdiktion und platzierte erfolgreich einen Covered Bond über EUR 350 Mio. (EQBCN 0.01 09/16/24). Zu Beginn dieser Handelswoche kommunizierte das kanadische Kreditinstitut die angestrebte Übernahme der Concentra Bank. Die [Transaktion](#) soll in der zweiten Jahreshälfte 2022 finalisiert werden und steht noch unter dem üblichen Vorbehalt der erforderlichen behördlichen Genehmigungen. Der Zusammenschluss soll nach Angaben der Equitable Bank das Dienstleistungsangebot insgesamt erweitern und die Finanzkraft des neu formierten Instituts stärken. Die Equitable Bank wird nach eigenen Angaben voraussichtlich die siebtgrößte unabhängige kanadische Bank nach Vermögenswerten sowie direkt und indirekt mehr als 5 Mio. Kunden im Inland bedienen. Mit Blick auf das eigene Funding sieht das Kreditinstitut zudem Chancen in Bezug auf eine Erweiterung der Refinanzierung über Covered Bonds. Auch wenn hier nicht unmittelbar eine EUR-Benchmark die Folge sein muss, sehen wir mindestens eine Bestätigung des eingeschlagenen Pfads im EUR-Subbenchmarksegment.

Moody's: Schwedische Großbanken lagen in 2021 beim Hypothekenkreditneugeschäft prozentual unter ihrem Marktanteil

Die Ratingagentur Moody's hat in einem Ende Januar veröffentlichten Sektor-Kommentar das Hypothekenkreditgeschäft am schwedischen Bankenmarkt analysiert. Dabei stellte Moody's fest, dass der Anteil der schwedischen Top-Banken am Hypothekenneugeschäft im Vergleich zur Nicht-Bank-Konkurrenz zuletzt erodiert ist. Die vier Großbanken in Schweden – Swedbank, Handelsbanken, SEB und Nordea – kamen in 2021 zusammen auf 64% des Netto-Hypothekenkreditneugeschäfts. Verglichen mit ihrem Marktanteil am gesamten ausstehenden Hypothekenkreditvolumen in Schweden in Höhe von 73% im Jahr zuvor ist dies ein deutlicher Rückgang. Allerdings legte das Netto-Hypothekenkreditneugeschäft im Vergleich zum Jahr 2020 zu, als die Top 4 nur 61% für sich erzielen konnten. Auch für die Zukunft sieht Moody's den Marktanteil der Großen weiter sinken und den Wettbewerb durch kleine und mittelgroße Banken, Hypothekenbanken und alternative Investmentfonds weiter anziehen, wobei von einem allmählichen Prozess ausgegangen wird. Während SEB und Nordea in 2021 mit ihrem Netto-Neukreditvolumen noch leicht über ihre Vorjahresanteile ihres ausstehenden Gesamtkreditvolumens kamen, blieben die Werte von Swedbank und Handelsbanken deutlich dahinter zurück. Ähnlich erging es der Danske Bank. Dagegen legten die Kreditbücher der Hypothekenbanken und alternativen Investmentfonds um beeindruckende 43% Y/Y zu. Am aktuellen Rand ist es noch zu früh, hieraus einen unmittelbaren Trend für Covered Bonds abzuleiten, wenngleich die Entwicklungen auch nach unserer Auffassung auf mittlere bis lange Sicht auf die Platzierung gedeckter Schuldverschreibungen Einfluss nehmen können. Derzeit befinden sich mit LF Bank/LF Hypotek, SBAB/SCBC, SEB, Svenska Handelsbanken, Stadshypotek sowie Swedbank fünf Emittenten in unserer Coverage. Im Jahr 2021 gingen mit Stadshypotek, LF Hypotek und SCBC drei Covered Bond-Emittenten im EUR-Benchmarksegment auf die Investoren zu (Volumen: EUR 2,5 Mrd.). Für 2022 rechnen wir mit einem Primärmarktangebot von EUR 3 Mrd. bei Fälligkeiten im Volumen von EUR 5 Mrd. und damit einem negativen Net Supply (EUR -2 Mrd.).

Marktüberblick

SSA/Public Issuers

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

EZB-Sitzung – unsere Hausmeinung

Auf der ersten Sitzung im Jahr 2022 hat die EZB erwartungsgemäß keine konkreten Änderungen an ihrer geldpolitischen Ausrichtung vorgenommen. Im Dezember hatte die EZB das Ende des Notfallprogramms PEPP für den März beschlossen, zugleich aber flankierend für Q2 und Q3/2022 eine temporäre Aufstockung der monatlichen Ankaufsumme im Rahmen des APP angekündigt. Hieran gab es keine Anpassungen, die Leitzinsen sowie die Forward Guidance blieben ebenfalls unverändert. Laut unserem Chefvolkswirt stand bei den Finanzmarktteilnehmern vor allem im Fokus, wie die EZB den anhaltenden Inflationsdruck im Euroraum einordnet. Die HVPI-Jahresrate kletterte im Januar entgegen den Erwartungen auf einen Rekordwert von 5,1% Y/Y. Zwar sei dies weitgehend auf den massiven Energiepreisschock zurückzuführen, aber auch bei der Kernrate käme es nicht zu dem wegen günstiger Basiseffekte eigentlich erwarteten deutlichen Rückprall. Das Risiko von Zweit-rundeneffekten dürfe zudem nicht unterschätzt werden. Weiterhin seien nun wichtige Argumente der Tauben im EZB-Rat weggefallen (z.B. Effekt der deutschen Mehrwertsteuer), die in den vergangenen Monaten für das Narrativ des transitorischen Inflationsschubs auch ins Feld geführt wurden. EZB-Präsidentin Christine Lagarde führte auf der Pressekonferenz aus, dass die Inflationsdaten für den Monat Januar erneut auf der Oberseite überrascht hätten. Im EZB-Rat mache man sich einhellig Sorgen über die Inflationsentwicklung, die Risiken sieht der Rat aufwärtsgerichtet. Gleichwohl habe es auf der Sitzung auch Bedenken gegeben, voreilig Beschlüsse zu fassen. Dies weist auf die – unserer Ansicht nach nun sogar sehr hohe – Bedeutung der März-Sitzung hin, bei der auch neue Inflationsprojektionen der Experten des Eurosystems veröffentlicht werden. Vor allem die Prognose für 2022 dürfte wie schon im Dezember erneut deutlich aufwärts revidiert werden. Selbst den hartnäckigsten Tauben im EZB-Rat dürfte es vor diesem Hintergrund immer schwerer fallen, das bisherige Narrativ des transitorischen Inflationsschubs aufrecht zu erhalten. Die EZB wird im März die Kommunikation anpassen und schneller die Voraussetzungen für eine Zinserhöhung schaffen. So müssen vor einer ersten Zinserhöhung erst alle Nettoanleihekäufe beendet werden (Sequencing), womit das Ende der APP-Nettoankäufe als nächster logischer Schritt in den Fokus rückt. Die ursprünglich geplante lange Flankierungsphase des PEPP-Ausstiegs wird daher sicher nicht durchzuhalten sein. Die vielleicht wichtigste Botschaft der Sitzung fand sich nicht darin, was EZB-Präsidentin gesagt hat, sondern vielmehr darin, was sie nicht gesagt hat. Das bisherige Mantra, wonach eine Zinserhöhung noch im Jahr 2022 sehr unwahrscheinlich sei, wurde von ihr trotz mehrfacher Nachfragen nicht wiederholt. Vielmehr stellte sie klar auf die Datenabhängigkeit ab. Damit hat sie letztlich die Tür für eine erste Zinserhöhung noch in diesem Jahr aufgestoßen, dies preisen auch die Märkte ein. Nach dem PEPP dürften als nächster logischer Schritt nun also die APP-Nettoankäufe beendet werden. Genau diesem Thema wollen wir uns im [heutigen Cross Asset-Artikel](#) mit einer Szenarioanalyse annähern, wie und ob die EZB noch gesichtswahrend aus dieser verbal holprigen Vorbereitung eines Zinsschrittes kommen kann. Die EZB scheint nach so vielen Jahren der Krisenbekämpfung ihre eigene Kommunikation verlernt zu haben.

KfW-Geschäftsvolumen nicht mehr rekordverdächtig, aber immer noch außergewöhnlich

Das Fördervolumen der KfW lag im Jahr 2021 laut Pressemitteilung mit EUR 107 Mrd. weiterhin auf einem hohen Niveau (Rekordjahr 2020: EUR 135,3 Mrd.; Vergleich zu 2019: EUR 77,3 Mrd.), ist aber im Vergleich zum Krisenjahr 2020 zurückgegangen (-21%). Die abgeschwächte Nachfrage nach Corona-Hilfen infolge der Beendigung des Lockdowns bestimmen den Zusage rückgang im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. „Die KfW hat ein außergewöhnliches Förderjahr 2021 erlebt. Wir sehen eine starke Fördernachfrage in den Bereichen Klimawandel und Umwelt und erfreulicherweise einen Rückgang in der Nachfrage nach den Corona-Hilfen. Der Verlauf sowie die Folgen der Pandemie sind jedoch noch mit Risiken verbunden. Die KfW wird daher auch weiterhin mit Angeboten für Wirtschaft und Gesellschaft unterstützend zur Verfügung stehen,“ sagte Stefan Wintels, Vorstandsvorsitzender der KfW Bankengruppe. Allein in Deutschland habe die KfW rund 1,3 Millionen Einzelzusagen mit einem Volumen von EUR 82,9 Mrd. (2020: EUR 106,4 Mrd.; 2019: EUR 43,4 Mrd.) gemacht und damit einen großen Beitrag zur wirtschaftlichen Stabilisierung in Deutschland geleistet. Die Zusagen für Corona-Hilfsprogramme im Inland beliefen sich auf EUR 10,1 Mrd. und liegen damit deutlich unter dem Niveau des Krisenjahrs 2020 in Höhe von EUR 46,9 Mrd. Für uns am interessantesten ist natürlich das Geschäftsfeld „Finanzmärkte“ der KfW. Sie unterstützte mit Investitionen in Green Bonds in Höhe von EUR 527 Mio. den Klima- und Umweltschutz. Für das Jahr 2022 plant die KfW im Rahmen ihres Green-Bond-Portfolios abermals eine Neuanlage von EUR 400 Mio. Zur Refinanzierung ihres Fördergeschäftes nahm die KfW 2021 Mittel in Höhe von EUR 82,6 Mrd. an den internationalen Kapitalmärkten auf. Im Vergleich zum Vorjahr emittierte die KfW in Euro (Anteil 55%) rund EUR 3 Mrd. mehr. Als zweitwichtigste Währung mit einem Anteil von 26% blieb der USD von großer Bedeutung. Insgesamt wurden 211 Transaktionen in 15 verschiedenen Währungen durchgeführt. 37 Green Bonds trugen mit EUR 16,2 Mrd. rund 20% zur Refinanzierung bei – so viel wie noch nie. Hier sehen wir eher eine Bestätigung eines Trends als einen Einmaleffekt mit Blick auf ESG-Themen. Zur Refinanzierung des KfW-Sonderprogramms zur Unterstützung der deutschen Wirtschaft im Rahmen der Corona-Krise wurden im Geschäftsjahr 2021 Mittel in Höhe von EUR 3 Mrd. über den Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) aufgenommen. Damit beläuft sich die Gesamtsumme der seit Beginn der Pandemie aufgenommenen Mittel aus dem WSF auf EUR 42 Mrd. Das derzeit ausstehende Volumen der Refinanzierungsmittel beträgt rund EUR 35 Mrd. Anfang Dezember 2021 haben die Bundesregierung und die KfW die Frist zur Antragstellung im KfW-Sonderprogramm bis zum 30.04.2022 verlängert. Wie wir bereits berichtet haben, wird für das Jahr 2022 eine langfristige Mittelaufnahme über die Kapitalmärkte in Höhe von EUR 80-85 Mrd. geplant. Hiervon sollen mindestens EUR 10 Mrd. über die Emission von großvolumigen Green Bonds in unterschiedlichen Währungen aufgenommen werden. Die Diversifizierung nach Produkten und Währungen gewährleistet hierbei laut KfW Kontinuität und Flexibilität, um bestmögliche Refinanzierungsergebnisse für das Fördergeschäft zu erzielen. Zum aktuellen Zeitpunkt der Pressemitteilung lag das Refinanzierungsvolumen vergangene Woche year-to-date bereits bei über EUR 20 Mrd. Zum hohen Inlandsvolumen habe weiter in starkem Maß die hohe Nachfrage nach energieeffizienter Wohnraumfinanzierung mit EUR 34,5 Mrd. (2020: EUR 26,8 Mrd.) beigetragen. Die enorme Antragsflut der letzten Wochen führte zu einer Ausschöpfung der vom Bund für die Bundesförderung für effiziente Gebäude (BEG) bereitgestellten Haushaltsmittel und zu einem Stopp des Programms am 24. Januar 2022. Zudem hat auch der Förderschwerpunkt in der Mittelstandsbank Energieeffizienz und Erneuerbare Energien mit EUR 11,8 Mrd. EUR (2020: EUR 7,4 Mrd.) deutlich zugelegt. Die Zusagen der KfW Capital für Start-ups und junge, innovative Technologieunternehmen in Deutschland erreichten im Jahr 2021 insgesamt EUR 502 Mio.

Rentenbank vermeldet weitere Zuwächse in Kernbereichen

Für die Landwirtschaftliche Rentenbank war auch 2021 laut Pressemitteilung wieder ein gutes Förderjahr. Das Neugeschäft in den Fördersparten „Landwirtschaft“ und „Erneuerbare Energien“ legte stark zu. In der Fördersparte „Landwirtschaft“ sorgte vor allem auch das „Investitionsprogramm Landwirtschaft“ des Bundesministeriums für Ernährung und Landwirtschaft (BMEL) für den Anstieg, in der Sparte „Erneuerbare Energien“ die hohe Nachfrage nach Windkraftfinanzierungen. Insgesamt ging das Neugeschäft mit zinsgünstigen Programmkrediten aufgrund der Unsicherheit für die Branche bei langfristigen Investitionen leicht zurück und erreichte EUR 5,6 Mrd. (EUR 6,0 Mrd.). Den größten Anteil am Förderneugeschäft mit Programmkrediten hatte auch im Jahr 2021 die Sparte „Landwirtschaft“. Das Neugeschäft stieg um 18,3% auf EUR 2,5 Mrd. (EUR 2,1 Mrd.). „Die starke Nachfrage freut uns sehr, denn sie zeigt die große Bereitschaft der Landwirtschaft, einen positiven Beitrag für Klima-, Umwelt- und Naturschutz zu leisten. Wir sehen hier noch ein enormes Potenzial“, so Nikola Steinbock, seit Anfang dieses Jahres Sprecherin des Vorstands der Rentenbank. Auch in der Fördersparte „Erneuerbare Energien“ entwickelte sich das Neugeschäft dynamisch. Aufgrund der hohen Nachfrage nach Windkraftfinanzierungen stieg es um 21,4% auf EUR 1,1 Mrd. (EUR 0,9 Mrd. Euro). Wir blicken natürlich verstärkt auf den Kapitalmarkt: Zur Refinanzierung ihres Fördergeschäfts nahm sie unter dem Ticker RENTEN im Geschäftsjahr 2021 mit EUR 10,7 Mrd. etwas weniger mittel- und langfristige Kapitalmarktmittel auf als im Vorjahr (EUR 11,4 Mrd.). Der Euro wurde mit 62% (41%) zur wichtigsten Emissionswährung, gefolgt vom USD mit 25% (47%). Die wichtigsten Investorengruppen blieben Geschäftsbanken und Zentralbanken mit zusammen 74% (79%) des platzierten Volumens. Auch ein Blick auf die verbesserten Kapitalquoten lohnt sich: Zum Jahresultimo 2021 verbesserte sie ihre auf Basis der EU-Bankenverordnung (CRR) ermittelten Kapitalquoten. Die harte Kernkapitalquote erhöhte sich leicht auf 31,8% (31,0%). Die Gesamtkapitalquote stieg ebenfalls leicht auf 32,0% (31,5%). Beide Kapitalquoten liegen deutlich über den für die Rentenbank geltenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen. Die Cost-Income-Ratio lag bei 32,9% (28,2%).

Île-de-France Mobilités Rolle als Emittent grüner Anleihen

Die Île-de-France Mobilités (Ticker: IDFMOB) ist die zuständige Behörde für die Planung und Bereitstellung des öffentlichen Nahverkehrs im Großraum Paris. Bis zum Jahre 2017 agierte die IDFMB unter dem Namen *Syndicat des transports d'Île-de-France* (STIF), die gesetzliche Namensänderung wurde im Jahre 2020 vollzogen. Die IDFMOB ist unseres Erachtens als öffentlicher Emittent zu betrachten und wurde bereits im Rahmen der Ankaufprogramme PSPP bzw. PEPP von den zentralen Notenbanken angekauft. Die Ratingagentur Moody's vergibt die Ratingnote Aa3 mit einem stabilen Ausblick. Insgesamt hat die IDFMOB zum derzeitigen Zeitpunkt Anleihen in Höhe von EUR 4,2 Mrd. ausstehen. Die Rolle der IDFMOB im Zuge der globalen Erderwärmung ist indes nicht zu unterschätzen: Beispielsweise sollen bis zum Jahr 2030 insgesamt 75% der betriebenen Omnibusse auf Methanol umgestellt werden und auch andere Transportmöglichkeiten insgesamt nachhaltiger operieren. Der hierbei entstehende Kapitalbedarf soll u.a. durch Emissionen von Green Bonds gedeckt werden. Hierfür sieht die IDFMOB bis zum Jahr 2025 jährliche Emissionen zwischen EUR 1,1 Mrd. und EUR 1,5 Mrd. vor. Aus regulatorischer Sicht sind die geplanten Green Bonds unseres Erachtens mit einer Risikogewichtung von 20% und einem Level 2a gemäß LCR anzusehen. Auf die frische Dual Tranche der aktuellen Handelswoche gehen wir auf der folgenden Seite ein.

Primärmarkt

Angesichts der in der letzten Woche anstehenden EZB-Sitzung wagten sich nur wenige Emittenten auf das Handelsparkett. Einer dieser wenigen Emittenten war das Land Niedersachsen (Ticker: NIESA): Bereits in der vorherigen Ausgabe kündigten wir diese bevorstehende Emission an. Für die siebenjährige Benchmarkanleihe (EUR 500 Mio. WNG) wurde anfangs eine Guidance von ms -10bp angegeben, ehe diese auf ms -11bp revidiert wurde. Im Pricing-Verfahren konnte dann abermals um einen Basispunkt eingengt werden, wodurch final ein Spread von ms -12bp erzielt wurde. Das Buch wurde mit einem Volumen in Höhe von EUR 1,975 Mrd. fast vierfach überzeichnet. In dieser Woche läutete dann die Île-de-France Mobilités (Ticker: IDFMOB) die Handelswoche in unserem SSA-Segment ein. Die Mandatierung hierfür erfolgte bereits in der vergangenen Woche. Mit zwei grünen Emissionen konnte ein Volumen von EUR 1,3 Mrd. eingesammelt werden. Für die zehnjährige Anleihe war dabei ein Volumen von EUR 700 Mio. vorgesehen, für die 20-jährige ein Volumen von EUR 600 Mio. Die Guidance wurde hierfür mit OAT +32bp area (10y) bzw. OAT +33bp area (20y) angegeben. Im Zuge des Pricings konnte die zehnjährige Anleihe um einen Basispunkt auf OAT +31bp einengen. Nach unseren Berechnungen beläuft sich der Spread damit auf ms +21bp (10y) und ms +46bp (20y). Die Orderbücher belief sich dabei auf EUR 940 Mio. (10y) bzw. EUR 620 Mio. (20y). Für den nächsten Deal wechseln wir zu unserem allseits bekannten „Megaemittenten“: Am gestrigen Dienstag sammelte die EU – so auch der Ticker – mit zwei Geschäften insgesamt EUR 7,2 Mrd. am Kapitalmarkt ein. Das erste Geschäft sah hierfür eine Neuemission einer EUR 2,2 Mrd. (WNG) Anleihe zur Refinanzierung des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) mit einer Laufzeit von 4,7 Jahren vor. Ja, Sie haben richtig gelesen: Keine Emission im Rahmen der NextGenerationEU, sondern für den EFSM. Die Bücher waren mit EUR 19,0 Mrd. prall gefüllt und führten dazu, dass nach einer Guidance von ms -21bp area eine Einengung um zwei Basispunkte auf ms -23bp möglich war. Das zweite Geschäft sah die Aufstockung der sechsten NGEU-Anleihe (EU 0,7% 07/06/2051) um EUR 5,0 Mrd. vor. Zum Zeitpunkt der ursprünglichen Guidance war noch von einer Aufstockung in Höhe von EUR 4,0 Mrd. zu ms +32bp area die Rede, diese wurde tags darauf bereits revidiert und mit einem Volumen von EUR 5,0 Mrd. zu einer Guidance von ms +30bp area angegeben. Final bepreist wurde der Tap schließlich zu ms +29bp mit einem korrespondierenden Orderbuch in Höhe von EUR 60,0 Mrd. Neben der EU nutzten noch zwei weitere Emittenten in unserer Coverage das Marktumfeld für Taps: Zum einen das Land Berlin, welche die BERGER 0,01% 10/26/28 um EUR 500 Mio. zu ms -12bp (Guidance: ms -11bp area) aufstockte, und zum anderen die Rentenkasse, welche ebenfalls um EUR 500 Mio. wählte (RENTEN 0,05% 01/31/31 zu ms -11bp). Zu guter Letzt mandatierte noch CADES für einen Social Deal (7y). Hier erwarten wir das Pricing nach Redaktionsschluss und werden den Deal daher wie gewohnt in unserer nächsten Ausgabe kommentieren.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
EU	SNAT	08.02.	EU000A3K4DA4	4.7y	2.20bn	ms -23bp	AAA / Aaa / AA	-
IDFMOB	FR	07.02.	FR0014008CP1	20.0y	0.60bn	ms +46bp	- / Aa3 / -	X
IDFMOB	FR	07.02.	FR0014008CQ9	10.0y	0.70bn	ms +21bp	- / Aa3 / -	X
NIESA	DE	02.02.	DE000A3MQA98	7.2y	0.50bn	ms -12bp	AAA / - / -	-

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

Cross Asset

EZB: Auf der Schussfahrt gewendet

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIIA // Dr. Frederik Kunze

EZB-Sitzung: Unverhofft kommt oft

Letzten Donnerstag, den 03. Februar, stand die erste turnusmäßige EZB-Sitzung des noch frischen Jahres an. Unsere Prognose, was die konkreten Fakten und vor allem neue Entscheidungen betrifft, traf formal betrachtet zu 100% ein. Christine Lagarde hielt in ihrem Eingangsstatement an allen umfangreichen Beschlüssen von Mitte Dezember 2021 fest. Doch der weitere Verlauf der Pressekonferenz stellte das Statement in den Schatten und kam in dieser Form für viele Marktbeobachter durchaus überraschend. Eine eindrucksvolle Indikation für eine wesentlich „hawkischer“ ausgerichtete EZB ist vor allem das, was nicht gesagt oder erreicht wurde. So hatte Lagarde weder erneut bekräftigt, dass Zinsschritte in 2022 „sehr unwahrscheinlich“ seien noch konnte sie die Marktteilnehmer davon überzeugen, dass dem Rat die Preisentwicklung kein Kopfzerbrechen bereite. Nun schaut alles auf den März und mögliche Anpassungen durch die EZB, obwohl doch die Leitplanken für das Jahr 2022 eigentlich gesetzt schienen und – prinzipiell – noch gelten: Ende des PEPP am 31. März 2022, bis dahin moderates Ankauftempo und nach unserer Berechnung keine Ausnutzung des gesteckten Rahmens von insgesamt EUR 1.850 Mrd., Anpassung des APP in 2022 mit gestaffeltem Ankauftempo (Booster), keine Entscheidungen zu TLTRO IV oder Tiering, eine Zinserhöhung erst nach dem Ende des derzeit unbefristet laufenden APP. Doch wie nachhaltig sind diese Beschlüsse, wenn Markt und Marktbeobachter – spätestens nach dieser besonderen Pressekonferenz – mindestens einen Zinsschritt in 2022 einpreisen; oder eventuell sogar zwei? Dies wollen wir im heutigen Cross Asset-Artikel in einer Szenarioanalyse diskutieren und dabei vor allem auf die zukünftig möglichen Pfade für die Wertpapierankäufe eingehen.

Bisher: Aufgestocktes APP, ungenutzter Teil des PEPP und Reinvestitionen bis Ende 2024

Während ein Ende des Pandemieankaufprogramms zumindest Hoffnung macht, dass 2022 auch wieder rein geldpolitische Themenkomplexe (Stichwort: Inflationsmandat) das Marktgeschehen dominieren, wird derzeit das APP in seiner beschlossenen Form durchaus spürbar in Frage gestellt. Das Inflationsziel der EZB bzw. die derzeitige Entwicklung des HVPI rückten insbesondere in der Fragerunde nach dem Eingangsstatement verstärkt in den Fokus. Im März erwarten uns neue Projektionen für 2023 und 2024. Trotz der anziehenden Inflationsraten erscheint eine anderweitige Verwendung des ungenutzten Teils des „PEPP-Envelopes“ nicht ausgeschlossen, da das Programm mehr Freiheiten beim Ankauf mit sich bringt als das APP (Stichwort: Griechenland). Insbesondere die Hellenen tauchen abermals explizit im Statement der EZB auf. Die EZB wird außerdem die Fälligkeiten des PEPP – mindestens bis Ende 2024 – weiter reinvestieren und dürfte auch hier wieder ein nennenswertes Maß an Flexibilität an den Tag legen. Das (noch gültige) Basisszenario der EZB sieht für Q1 keine Erhöhung des APP vor (also wie gehabt monatlich EUR 20 Mrd.), dann in Q2 eine Verdopplung der monatlichen Nettoankäufe auf EUR 40 Mrd., in Q3 eine Reduzierung auf EUR 30 Mrd. monatlich sowie in Q4 eine Rückkehr auf das Ausgangsniveau (EUR 20 Mrd. pro Monat). Dies entspricht im APP EUR +90 Mrd. an zusätzlichem Ankaufvolumen in 2022 gegenüber 2021 sowie ein Gesamtvolumen in 2022 in Höhe von EUR 330 Mrd. Zudem bleibt festzuhalten: Das APP hat derzeit unverändert kein Enddatum, erst danach wird es zu Zinserhöhungen kommen (Sequencing).

Tauben oder Falken: Wer hat nun gesprochen letzten Donnerstag?

Wenngleich das verlesene EZB-Statement fast identisch zu dem Statement im Dezember 2021 war und somit als „dovish“ angesehen werden konnte, kippte die Stimmung wie eingangs skizziert während der Pressekonferenz ins „Hawkische“. Bei den Überlegungen mit Blick auf Zinserhöhungen aber auch in Bezug auf den weiteren Verlauf des APP rücken nun verstärkt das „Wann-und-Wie“ in den Fokus. Auch wir glauben seit Donnerstagnachmittag nicht mehr an den postulierten quartalsweisen Verlauf, der erst einen Booster des APP-Programmes vorsieht und dann ein schrittweises Zurückfahren der Ankäufe. Sequencing bedeutet in diesem Kontext aber auch: Erst die Ankäufe im Rahmen des APP beenden, dann den ersten Zinsschritt wagen. Daran glauben wir auch weiterhin fest. Während für 2022 im Rahmen des APP bisher mit frischen EUR 330 Mrd. zu kalkulieren war, sehen wir bei unseren drei Szenarien mögliche Reduktionen auf EUR 150-240 Mrd. voraus. Dies hätte erhebliche Auswirkungen auf das SSA-Segment sowie Covered Bonds.

EZB-Ankaufprogramm: Denkbare Pfade und Ankündigungen**Bisheriger Pfad**

- Bis Ende Q1: Beendigung des PEPP, EUR 1.850 Mrd. nicht ausgeschöpft
- Q1/2022: APP liegt bei EUR 20 Mrd. monatlich
- Q2/2022: APP wird verdoppelt auf EUR 40 Mrd. monatlich
- Q3/2022: APP wird reduziert auf EUR 30 Mrd. monatlich
- Q4/2022: APP erreicht wieder das derzeitige Niveau (EUR 20 Mrd.)
- H1/2023: Erste Zinserhöhung um 25 Basispunkte

Gesamtsumme APP 2022: **EUR 330 Mrd.**

Denkbarer neuer Pfad: Szenario 1

- Bis Ende Q1: Beendigung des PEPP, EUR 1.850 Mrd. nicht ausgeschöpft
- Q1/2022: APP liegt bei EUR 20 Mrd. monatlich
- *April/Mai: APP wird verdoppelt auf EUR 40 Mrd. monatlich*
- *Juni/Juli: APP wird reduziert auf EUR 30 Mrd. monatlich*
- *August/September: APP wieder bei EUR 20 Mrd. und läuft aus*
- Q4/2022: Erste Zinserhöhung um 25 Basispunkte

Gesamtsumme APP 2022: **EUR 240 Mrd.**

... Szenario 2

- Bis Ende Q1: Beendigung des PEPP, EUR 1.850 Mrd. nicht ausgeschöpft
- Q1/2022: APP liegt bei EUR 20 Mrd. monatlich
- *Q2/2022: APP bleibt EUR 20 Mrd. monatlich*
- *Q3/2022: APP wird reduziert auf EUR 10 Mrd. monatlich*
- *Q4/2022: Erste Zinserhöhung um 25 Basispunkte*

Gesamtsumme APP 2022: **EUR 150 Mrd.**

... Szenario 3

- Bis Ende Q1: Beendigung des PEPP, EUR 1.850 Mrd. nicht ausgeschöpft
- Q1/2022: APP liegt bei EUR 20 Mrd. monatlich
- *Q2/2022: APP wird gesenkt auf EUR 15 Mrd. monatlich*
- *Q3/2022: APP wird reduziert auf EUR 10 Mrd. monatlich*
- *Q4/2022: APP wird letztmals reduziert auf EUR 5 Mrd. monatlich*
- *Q1/2023: Erste Zinserhöhung um 25 Basispunkte*

Gesamtsumme APP 2022: **EUR 150 Mrd.**

Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

EZB-Kalender: Alles eine Frage des Timings – EZB-Ratssitzungen 2022

Die EZB veröffentlicht regelmäßig [unverbindliche Kalender](#) für die regulären Tenderoperationen und die Mindestreserve-Erfüllungsperioden des Eurosystems sowie ihre Sitzungstermine für das laufende Jahr. Dieser Schedule gibt uns ausgehend von den aufgezeigten Szenarien auch Hinweise darauf, dass die EZB maximal zwei Sitzungen Ende 2022 Zeit hätte, die Zinserhöhungserwartungen der Marktteilnehmer zu befriedigen. Hier stechen der 27. Oktober sowie der 15. Dezember hervor. Sollte sich eines der oben skizzierten Szenarien tatsächlich materialisieren, hätte ein Ende des APP im September 2022 zur Folge, dass es noch maximal zwei Ratssitzungen für Zinsschritte in Q4 gäbe.

- 10. März (neue EZB-Projektionen)
- 14. April
- 09. Juni (neue EZB-Projektionen)
- 21. Juli
- 08. September (neue EZB-Projektionen)
- 27. Oktober
- 15. Dezember (neue EZB-Projektionen, erstmalig für 2025)

Notwendige Anpassungen am Pfad des APP: Was spricht für die Szenariobetrachtung im Kontext eines EZB-Taperings?

Bei der Skizzierung der drei Szenarien haben wir uns insbesondere von den möglichen Implikationen für die Marktteilnehmer leiten lassen und dabei auch berücksichtigt, was dem EZB-Rat vor Augen schweben könnte. Gewissermaßen das Ergebnis einer Zielwertsuche auf Basis des EZB-Kalenders ist die deutlich rasantere Rückführung des Ankauftempo, wobei es sowohl Argumente für einen Startpunkt (im April) auf dem noch im Dezember angekündigten Niveau (Szenario 1) als auch für eine Beibehaltung oder Reduzierung des eigentlichen APP-Volumens je Monat zum Start gibt. Für S1 sprechen u.a. der Gedanke, dass der Rat die Ankündigungen aus dem Dezember 2021 und dem Februar 2022 erfüllen will sowie die Idee eines eher graduellen Rückführens der Ankaufdynamik. So bricht mit dem PEPP-Ende ein massiver Anteil der akkommodierenden Politik weg. Drohende Gefahren bzw. denkbare Klippeneffekte könnte der EZB-Rat entsprechend durch den Weg über einen kurzzeitigen Anstieg des APP auf EUR 40 Mrd. monatlich abfedern. Eine „hawkishe“ EZB mit einem stärkeren Fokus auf die Rücknahme des Stimulus würde sich eher für eines der Szenarien 2 und 3 entscheiden, wobei das Szenario drei als Zwitterlösung mit geringerem Ankauftempo aber mit nicht „vorgezogenem“ Zinsschritt anzusehen wäre.

„Leitzinsen“ auch als Referenz für die unkonventionelle Geldpolitik

Der Einlagesatz oder Einlagenzins (deposit facility) ist dabei der Zinssatz, zu dem Geschäftsbanken ihr Geld bei der EZB anlegen können. Dieser liegt derzeit bei -0,50% und beschäftigt uns seit Längerem mehr und mehr aufgrund der resultierenden Folgen aus den unterschiedlichen TLTROs (längerfristige Refinanzierungsgeschäften: targeted longer-term refinancing operations) und dem möglichen Tiering in 2022. Im Gegensatz dazu existiert noch der Spitzenrefinanzierungszinssatz (marginal lending facility), also der Zinssatz, zu dem die Geschäftsbanken kurzfristig („über Nacht“) Geld bei der EZB leihen können. Dieser liegt im positiven Terrain bei 0,25%. Der Hauptrefinanzierungszinssatz (main refinancing operations; MRO) ist hingegen der Zinssatz, zu dem sich Geschäftsbanken von der EZB Geld leihen können. Dieser gilt gemeinhin als *der* Leitzins und liegt seit geraumer Zeit bei 0,00%. Normalerweise bzw. in Zeiten ohne Krise beträgt der Abstand vom Hauptrefinanzierungssatz zu den anderen Sätzen nach oben und nach unten einen identischen Wert. Dies ist seit geraumer Zeit nicht der Fall. Hier galt früher die Symmetrie der Geldpolitik mit Blick auf die Overnight-Geschäfte. Das soll aber nicht unser Thema sein.

Für 2022 war mit neuen TLTROs und/oder Tiering zu rechnen – aber jetzt?

Der negative Einlagesatz wiegt schwer auf der Ertragslage europäischer Banken. Daher waren wir in den vergangenen Monaten der Meinung, dass es entweder zu einer neuen Runde TLTROs kommen würde und/oder zur Entlastung der Geschäftsbanken über den Weg eines angehobenen Tiering-Faktors kommen muss. Vor dem Hintergrund der aktuellen Diskussion über einen oder zwei Zinsschritte der EZB in 2022 scheint dies unnötig(er) zu werden. Sollte die EZB den Leitzins, also den Hauptrefinanzierungszinssatz, antasten, wird sie wohl kaum die anderen Sätze auf den jetzigen Stufen verharren lassen. Vorausgesetzt, es handelt sich jeweils um Schritte eines Viertelprozentpunktes, würde der Negativzins für Banken schon bald der Vergangenheit angehören. Dieser Effekt ist sicherlich nicht zu unterschätzen in der derzeitigen Debatte. Dies wiederum würde ggf. das Angebot frischer Bonds beflügeln, sollten sich die Banken künftig nicht mehr günstig Geld über TLTROs besorgen können. Die EZB könnte sich in dieser Gemengelage durchaus noch zu einer Anpassung des Tiering-Faktors veranlasst sehen. Dies wäre dann in einigen Aspekten auch als transitorische Maßnahme auf dem Weg heraus aus den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zu bezeichnen. Perspektivisch schafft sich schließlich die Relevanz des Staffelnzinses durch ein Ende des Negativzinsumfeldes aber auch über einen weniger starken expansiven Impuls der Assetankäufe auf die Überschussliquidität selbst ab.

Was ist seit letztem Donnerstag aus dem EZB-Umfeld zu vernehmen?

Christine Lagarde äußerte sich jüngst im Rahmen einer [Videokonferenz](#) vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europaparlaments und bekräftigte einmal mehr die Notwendigkeit, dass die Notenbank flexibel agieren könne. Außerdem verwies sie darauf, dass die EZB-Geldpolitik stets datenabhängig sei und dies insbesondere für das aktuelle Umfeld gelte. Zudem stellte die Notenbankchefin klar, dass am Sequencing festgehalten und jegliche Anpassung der eigenen Politik „graduell“ erfolgen würde. Tags zuvor waren durchaus falckenhaftere Töne von Klaas Knot zu vernehmen, der seine Erwartungen mit Blick auf einen ersten Zinsschritt im IV. Quartal 2022 dokumentierte. Francois Villeroy de Galhau mahnte seinerseits an, dass es keine voreiligen Schlüsse über den Zeitplan geben solle, während Robert Holzmann sogar die (Außenseiter-)Position vertritt, dass eine Zinserhöhung vor dem Auslaufen der Ankaufprogramme durchaus eine Option sei.

Fazit und Kommentar

Wir wollen nicht über die Halbwertszeit von geldpolitischen Beschlüssen schwadronieren, da sich die Lage bei der EZB formal und faktenorientiert noch gar nicht geändert hat. Jedoch war nicht zu vermuten, dass die geldpolitischen Karten, die erst seit Mitte Dezember auf dem Tisch lagen, bereits im Februar Makulatur sind. Noch greifen die Beschlüsse zum APP, jedoch muss der Zinsanstieg seitdem in einem engen temporären Zusammenhang gesehen werden. Tatsächlich ist man sich hier auch im EZB-Rat uneins. Der Fokus richtet sich umso stärker auf die Sitzung im März. Die EZB möchte möglichst das Heft des Handelns in der Hand behalten und dennoch ein größtmögliches Maß an Flexibilität erhalten. Das wird nicht im Sinne der ausgewiesenen Falken im Rat sein. Präsidentin Lagarde wird im März die neuen Inflationsprognosen vorstellen und wie so oft viele Fragen beantworten müssen. Die meisten werden sich um das Thema Inflation drehen, besser sie liefert vor der Pressekonferenz um 14:30 Uhr bereits um 13:45 Uhr schriftlich einen neuen Pfad, um die Spekulationen aus dem Marktgeschehen zu nehmen. Eine Zinserhöhung wird es erst geben, wenn das APP endet. Dazu müsste der skizzierte Pfad des aufgestockten APP entweder kassiert oder vermindert werden. Im März muss das Ende des APP noch keinesfalls ausgerufen werden, aber ein verlässlicher Pfad passend zu den Inflationsentwicklungen wäre hier sicherlich angebracht.

Covered Bonds

Versicherungsunternehmen als Covered Bond-Investoren: Der Banken-Versicherungen-Nexus

Autor: Melanie Kiene

Banken und Versicherungen: Eine Verbindung auch im Fokus der Aufsicht

Im Anlageuniversum von Versicherungsunternehmen kommt der Assetklasse Covered Bonds eine bedeutende Rolle zu. In den letzten Jahren standen und stehen Versicherer als Covered Bond-Investoren großen Herausforderungen gegenüber, die die Attraktivität von Covered Bonds – zumindest relativ – schmälern. Neben dem aktuellen Zinsniveau und dem EZB-Ankaufprogramm (CBPP3) sind andererseits auch veränderte regulatorische Anforderungen für Banken (bspw. EK-Anforderungen, Abwicklungsregime, Liquiditätsquoten sowie Ratings) zu nennen. Für Banken sind Versicherer eine bedeutende Investorengruppe, was die gegenseitige Abhängigkeit von Banken und Versicherungen – also den Banken-Versicherungen-Nexus – zusätzlich unterstreicht. Mit diesem Tatbestand haben sich die europäische Abwicklungsbehörde (Single Resolution Board, SRB) und die europäische Versicherungsaufsicht (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) gemeinsam befasst. Im Rahmen dieses Artikels möchten wir zunächst auf die Bewertung des Banken-Versicherungen-Nexus sowie die SRB-Einschätzung zu den Ansteckungsgefahren eingehen und uns dann der aktuellen EIOPA-Statistik für den gesamten Versicherungsmarkt, ergänzt um die regulatorische Einordnung von Covered Bonds unter Solvency II, widmen.

SRB: Bewertung der Ansteckungsgefahren zwischen Banken und Versicherungen

Das SRB überprüft regelmäßig die eigene Vorgehensweise beim Thema Bankenabwicklung und schätzt dabei stets das öffentliche Interesse ein. Kern dieser Fragestellung ist, ob eine ausfallende Bank abgewickelt oder im Rahmen des Insolvenzverfahrens liquidiert werden kann. Bei dieser jährlichen Bewertung, die für alle Banken unter SRB-Aufsicht vorgenommen wird, geht es neben den Auswirkungen auf einzelne Marktteilnehmer und direkte Gegenparteien auch um sektorale Ansteckungsgefahren – auch mit Blick auf die Versicherungsbranche. Die Bewertung des öffentlichen Interesses ist ein wesentlicher Vertrauenspfeiler der Schutzmaßnahmen bei der Bankenabwicklung, um nicht nur die Finanzstabilität zu gewährleisten, sondern auch die Steuerzahler zu schützen. Und so rückt der Banken-Versicherungen-Nexus besonders in den Fokus. Schließlich hält der Versicherungssektor einen nicht zu vernachlässigenden Anteil der von den vom SRB beaufsichtigten Banken emittierten Vermögenswerte. Daneben ist das SRB auch Aufsichtsbehörde für einige Bank-Versicherungen-Konglomerate mit gruppeninternen Verflechtungen, die sich nicht unerheblich auf das Ansteckungspotential auswirken und daher nachvollziehbar sein sollten. Bei den Einschätzungen arbeitet das SRB mit der EIOPA zusammen, um eine Methodik für die Bewertung von Ansteckungsgefahren durch den Ausfall einer Bank zu testen und zu bewerten. Dabei wurde erstmals ein vielschichtiges Bank-Versicherungs-Netzwerk unter Verwendung von Solvency II-Meldedaten und Insolvenzkategorien herangezogen. Außerdem wurden, entsprechend der nationalen Insolvenzrangfolge, Abschreibungen auf Instrumente simuliert.

Erste Ergebnisse der Bewertung der Ansteckungsgefahren veröffentlicht

Erste Ergebnisse dieses Tests hat die EIOPA in ihrem [Finanzstabilitätsbericht](#) aus dem Dezember 2021 veröffentlicht. Darin wird deutlich, dass der Versicherungssektor wesentliche Exposures gegenüber dem Bankensektor hält. Gleichzeitig kann für die Ansteckungsrisiken, die aus dem Ausfall einer Bank resultieren, etwas Entwarnung gegeben werden. Aus der „Was-wäre-wenn“-Analyse geht somit hervor, dass die direkten Ansteckungsrisiken und die von einem idiosynkratischen Ausfall einer Bank in Zuständigkeit des SRB ausgehen, begrenzt sind. Wir wollen an dieser Stelle im Wesentlichen auf die Verteilung der Assets in den Büchern der Versicherer genauer eingehen, um die Relevanz sowohl von ungedeckten als auch von gedeckten Bankanleihen zu quantifizieren.

SRB-Methodik greift auf Solvency II-Daten zurück

Zunächst zur Datenbasis: In die Analyse sind die Solvency II-Daten von allen Einzelversicherern im europäischen Wirtschaftsraum eingeflossen, welche Instrumente von Banken halten, die in den Zuständigkeitsbereich des SRB fallen; das sind 1.388 Versicherungsunternehmen. Darunter sind 38 Bank-Versicherungs-Kombinationen mit Beständen von mehr als EUR 1 Mrd. und 614 von mehr als EUR 100 Mio. Die Verteilung der Vermögenswerte bei den Versicherern präsentiert sich heterogen. Die Summe der Vermögenswerte, die von Banken unter SRB-Zuständigkeit emittiert wurden und sich im Besitz von Versicherern befinden, belief sich zum Analysetichtag (Ende 2020) auf rund EUR 350 Mrd., was nur 4% der gesamten Versicherungsinvestments ausmacht. Damit deckt die Analyse etwa 30% aller von EWR-Versicherern gehaltenen Bankinstrumente ab. Dabei wird deutlich, dass Bankanleihen, die wichtigste Anlageklasse von Banken sind, in die Versicherungen investieren. Senior Bonds sind dabei die dominierende Assetklasse, wengleich Covered Bonds 14% auf sich vereinen. Diese werden in der Methodik jedoch als charakteristisch mit niedrigerem Risiko eingestuft. Ausbaufähig ist die Methodik dahingehend, dass bei den Solvency II-Daten keine Unterscheidung von Beständen an Non-preferred Senior Bonds enthalten ist.

EIOPA/SRB-Untersuchung: Portfoliozusammensetzung von untersuchten Versicherungsunternehmen

Bank liability	Insurer assets	Sample share of insurers' bank assets
Equity	Equity	1%
Subordinated	Convertible bonds, hybrid bonds, subordinated bonds	13%
Senior non-preferred	Share of corporate bonds*	11%
Senior unsecured	Share of corporate bonds*, commercial paper, money market instruments, uncollateralized loans, other mortgage and loans	47%
Deposits	Transferable deposits, other deposits	14%
Secured	Covered bonds, collateralized loans	14%

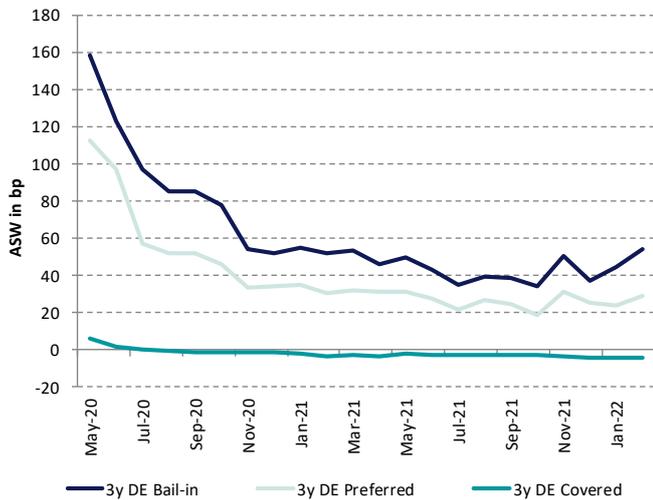
*the split of corporate bonds between the two categories has been defined based on bank liability structure

Quelle: EIOPA, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

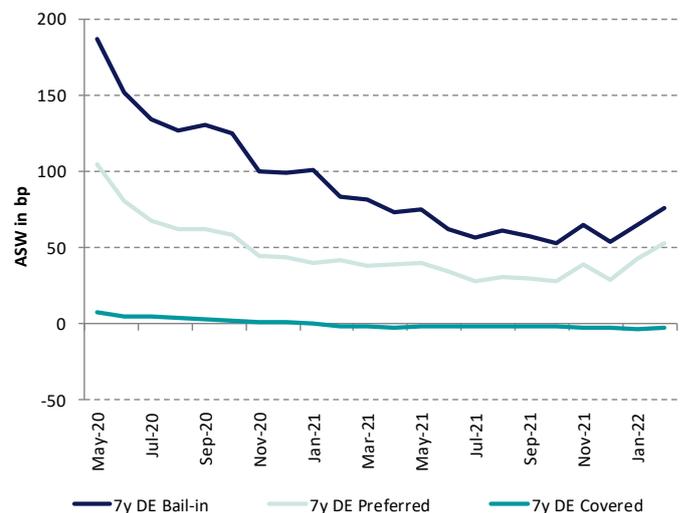
Versicherungssektor insgesamt widerstandsfähig

Wie die EIOPA anführt, erweist sich der Versicherungssektor insgesamt als robust. Erst beim Ausfall einiger weniger Banken im schwersten Marktszenario könnte es zu Problemen und einer Ansteckung einzelner Versicherer kommen. Insbesondere die Diversifizierung der Portfolien der Versicherer und der hohe Anteil an Covered Bonds spielen dabei – auch nach unserer Einschätzung – eine elementare Rolle.

Spreadverlauf EUR BMK 3y



Spreadverlauf EUR BMK 7y



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Spreadentwicklung bestätigt das niedrigere Risiko von Covered Bonds

Die von den Aufsichtsbehörden oben angeführte Begründung, dass Covered Bonds im Vergleich zu Senior Unsecured Bonds ein deutlich niedrigeres Risiko im Fall von Krisen aufweisen, ist sicherlich hinlänglich bekannt, zeigt sich in den oben dargestellten Spreadverläufen jedoch nochmal grafisch. Während bei Covered Bonds (Beispiel hier: 3y & 7y Pfandbriefe) in den zurückliegenden 36 Monaten zwischen dem höchsten und dem niedrigsten ASW „nur“ rund 20bp lagen, waren es bei Preferred Bonds (ebenfalls von Instituten aus Deutschland) ca. 130bp und bei Non-preferreds bei den 7y-Laufzeitband („7y DE Bail-in“) sogar bis zu 230bp. Mit Blick auf die hier betrachtete Investorenklasse der Versicherungsbranche bieten Covered Bonds ein im Vergleich zu Senior Bonds relativ stabiles Investment auch in Krisenzeiten. Senior Unsecured Bonds weisen durch ihr höheres Risiko jedoch auch Renditevorteile auf, was die Bedeutung beider Assetklassen für die Versicherungsunternehmen unterstreicht. Beschränkungen in Bezug auf das Investment für beide Assetklassen gibt es jedoch von regulatorischer Seite, wie wir nachfolgend weiter ausführen.

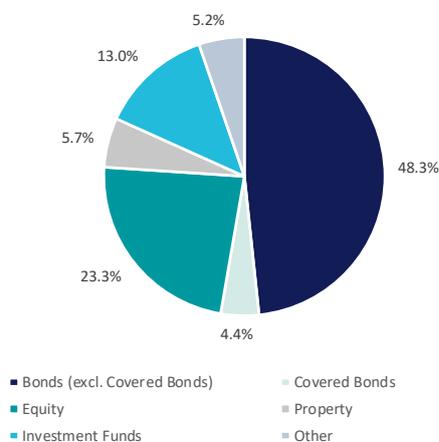
EIOPA-Statistik: Covered Bonds haben einen Anteil von 4,2% an den Total Assets

Auf die hohe Relevanz der Versicherungsunternehmen bei Covered Bond-Emissionen für die von der SRB beaufsichtigten Banken sind wir bereits eingegangen. Ebenso bedeutend sind Covered Bonds bezogen auf den Gesamtmarkt der Versicherungsunternehmen. Dies geht unseres Erachtens aus den entsprechenden Angaben der EIOPA-Statistik für die Gesamtheit der Versicherer hervor. Nachfolgend werten wir die offiziellen EIOPA-Daten für das III. Quartal 2021 mit Blick auf Covered Bonds aus. Die Informationen fußen auf den statistischen Zulieferungen gemäß der „Solvency II-Reportinganforderungen“ (vgl. [EIOPA Insurance Statistic](#)). Daraus lässt sich für das III. Quartal 2021 ein Covered Bond Volumen, gemessen am gesamten „Asset Exposure“ (EUR 9.606,7 Mrd.), von EUR 403 Mrd. bzw. 4,2% ableiten (Q1/2020: EUR 460 Mrd. bzw. 5,07%). Damit setzt sich der rückläufige Trend der zurückliegenden Jahre bei Covered Bonds fort. Zum Vergleich: Die Statistik reicht zurück bis zum IV. Quartal 2017. Bei einem Asset Exposure von EUR 8.213 Mrd. per Ende 2017 (erste statistische Erhebung nach aktueller Taxonomie) und Anlagen in Covered Bonds von EUR 515 Mrd., lag der prozentuale Anteil der Covered Bonds noch bei 6,27%.

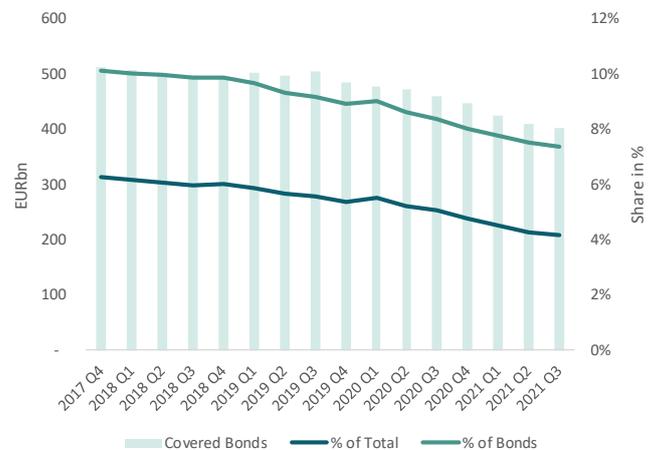
EIOPA-Statistik: Zuwächse bei „Equity“ und „Property“ zu beobachten

Ein gegenläufiger Trend im Vergleich zu den Covered Bonds ist in den Kategorien „Equity“ sowie „Property“ zu beobachten. So kletterte bei den Equity-Investitionen der Wert der Assets auf EUR 2.145 Mrd. (Q3/2021), was einen deutlichen Zuwachs gegenüber dem IV. Quartal 2017 anzeigt (EUR 1.537 Mrd.). Die Positionen in der Kategorie Property stiegen im gleichen Zeitraum immerhin von EUR 552 Mrd. auf nunmehr EUR 740 Mrd. Auch in Bezug auf Anleiheinvestitionen ist der Anteil der gedeckten Emissionen zurückgegangen. In der jüngsten Berichtsperiode kommen Covered Bonds noch auf einen Anteil von 7,42% (Q4/2017: 10,13%). Die „Bonds (excl. Covered Bonds)“ sind zwar im Vergleich zu Q4/2017 ebenfalls gestiegen, jedoch nunmehr das dritte Quartal in Folge gesunken und summieren sich am aktuellen Rand auf EUR 5.032 Mrd. Dies dürfte zum einen auf den seit einigen Jahren bestehenden Trend des negativen Nettoangebots an Covered Bonds zum anderen auf die EZB als Großinvestor zurückzuführen sein. Beide Faktoren wirken über sinkende ASW-Spreads in der Tendenz renditemindernd. Am 20. Oktober 2014 trat die EZB erstmals als Käufer von Covered Bonds in Erscheinung. Am aktuellen Rand beläuft sich das CBPP3-Ankaufprogramm auf EUR 295,1 Mrd.

EIOPA Asset Exposure: Kategorien



EIOPA Asset Exposure: Covered Bonds

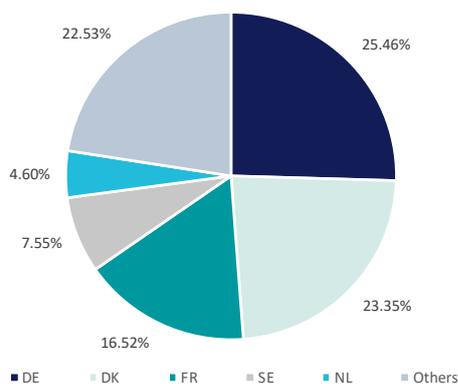


Quelle: EIOPA, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

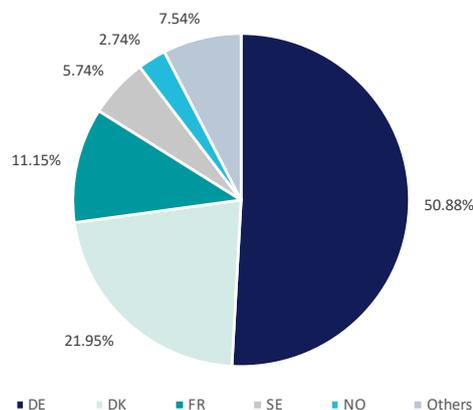
EIOPA-Statistik: Länderbetrachtung

Gleichwohl sollten diese Trendentwicklungen mit Blick auf die Anteile von Covered Bonds keineswegs zum Anlass genommen werden, von einer Marginalisierung der Assetklasse mit Blick auf die Relevanz für die Versicherungsunternehmen zu sprechen. Entsprechend erscheint es uns auch mehr als sinnvoll, die regionalen Charakteristika der EIOPA-Datenbasis näher zu beleuchten. So entfällt in Bezug auf die Verteilung der Covered Bond-Investitionen mit 25,46% der größte Anteil auf in Deutschland zu verortende Assets, gefolgt von Dänemark (23,35%) und Frankreich (16,52%). Im Hinblick auf das Berichtsland des Versicherungsunternehmens lässt sich der hohe Anteil von Deutschland, Dänemark und Frankreich mit der Größe der Covered Bond-Märkte für diese Länder erklären. Zudem kann aus der Detailbetrachtung der Datenbasis ein nennenswerter „Home Bias“ abgeleitet werden. Demnach fragen Versicherungsunternehmen häufig überproportional Covered Bonds aus dem eigenen Land nach.

EIOPA Covered Bond-Exposures: Investitionsland



EIOPA Covered Bond-Exposures: Berichtsland



Quelle: EIOPA, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

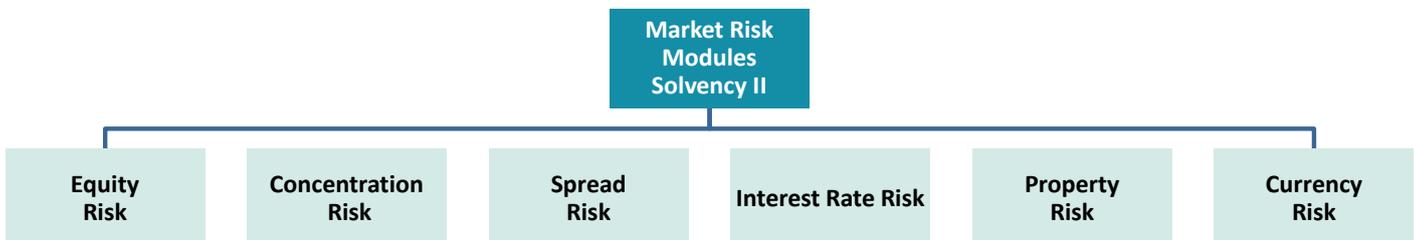
Solvency Capital Requirement (SCR) in Solvency II

Im Folgenden gehen wir grob auf die regulatorische Behandlung von Covered Bonds unter Solvency II ein und verweisen auf den [Covered Bond & SSA View 33/2021](#), in dem wir ausführlicher auf die Regulatorik eingegangen sind. Übergeordnet lässt sich festhalten, dass die Relevanz von Covered Bonds als Assetklasse für Versicherungsunternehmen auch aus der regulatorischen Bevorzugung herrührt. Die Ableitung der Eigenkapitalanforderungen für Versicherungsunternehmen ist grundsätzlich in der Säule 1 (Quantitative Requirements) von Solvency II geregelt, wobei hier zwei Ebenen von Kapitalanforderungen zu unterscheiden sind. Das Minimum Capital Requirement (MCR) markiert dabei die regulatorische Untergrenze des vorzuhaltenden Solvenzkapitals und wird mit einem Konfidenzniveau von 85% kalibriert. Die zweite Ebene der Kapitalanforderungen, das Solvency Capital Requirement (SCR), repräsentiert hingegen die erforderliche Kapitalausstattung, die sicherstellen soll, dass das Institut mit einer Wahrscheinlichkeit von 99,5% in den kommenden zwölf Monaten seinen Zahlungspflichten nachkommen kann. Die auch für Covered Bonds relevanten Vorgaben für die SCR-Ermittlung basieren auf der [EU-Richtlinie 2009/138/EC vom 25. November 2009](#) bzw. der am [17. Januar 2015 veröffentlichten Delegierten Verordnung \(EU\) 2015/35](#). In Deutschland erfolgte die nationale Umsetzung zum 01. Januar 2016 im Gesetz zur Modernisierung der Finanzaufsicht über Versicherungen (VAG).

Das Solvency II-Standardmodell

Im Rahmen von Solvency II bzw. in der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 werden theoretisch drei Ansätze zur Ableitung der Solvency Capital Requirements vorgegeben: i) Vereinfachte Berechnungsansätze, ii) der SCR-Standardansatz sowie iii) interne Modelle. Im Fokus dieses Beitrags steht der SCR-Standardansatz oder auch das so genannte Standardmodell, das auf einem modularen Ansatz basiert (vgl. auch untenstehende Abbildung „Solvency II: Überblick Standardmodell“). So erfolgt die Ableitung der Kapitalanforderungen auf Ebene so genannter Risiko- bzw. Sub-Risikomodelle, die sich unter anderem aus den Modulen SCRNon-life (Nichtlebensversicherungstechnisches Risikomodul), SCRMarket (Risikomodul Marktrisiken), SCRDefault (Risikomodul Gegenparteiausfall), SCRHealth (Krankenversicherungstechnisches Risikomodul) und SCRLife (Lebensversicherungstechnisches Risikomodul) zusammensetzen und zur Basissolvvenzkapitalanforderung (BSCR-Ermittlung) aggregiert werden.

Solvency II: Marktrisikomodule



Quelle: EIOPA, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Marktrisikomodell relevant für Covered Bonds

In Bezug auf die Betrachtung von Covered Bonds ist insbesondere das SCR-Modul zum Marktrisiko (SCRMarket) von Relevanz. Das Marktrisikomodul setzt sich aus den Kategorien Aktien-, Konzentrations-, Spread-, Zinsänderungs-, Immobilien- sowie Währungsrisiko zusammen. Während Covered Bond-Positionen lediglich indirekt mit Währungs- und Zinsänderungsrisiken verknüpft sind, ist die Bedeutung in Bezug auf das Spread- sowie das Konzentrationsrisiko wesentlich größer. Methodisch wird beim Spread-Risiko, wie auch bei den anderen Risikoarten, zur Ermittlung des SCR ein Stress-Szenario unterstellt, durch die Kursrückgänge ausgelöst werden. Im Spread-Risiko ist dieser Risikofaktor eine Funktion der Ratingeinstufung einer anerkannten externen Ratingagentur (External Credit Assessment Institution, ECAI) sowie der modifizierten Duration des Bonds.

Covered Bonds unter Solvency II begünstigt

Aufgrund des hohen Anteils, der im Rahmen der Asset Allocation bei Versicherern auf Bond-Positionen entfällt, kommt insbesondere dem Spread-Risiko eine hohe Bedeutung im Rahmen der SCR-Ermittlung zu. Das Spread-Risiko hängt im Wesentlichen von der Bonitätseinstufung sowie der Duration der Anlage ab. Dabei führen schlechtere Ratings bzw. längere Kapitalbindungsdauern zu höheren Unterlegungspflichten für die Versicherer. Gleichwohl kommt es mit Blick auf Durationen größer fünf Jahre zu geringeren Anstiegen bei der Eigenkapitalbedingung, die unter anderem der Bedeutung der fristenkongruenten Anlagestrategie von Lebensversicherern Rechnung tragen sollen. Für Covered Bonds (also derzeit für Schuldverschreibungen im Sinne des [Artikels 52 \(4\) der Richtlinie 2009/65/EWG](#)) gelten gemäß Solvency II bzw. VAG spezifische Anforderungen bei der Kapitalunterlegung, die zu einer regulatorischen Begünstigung gegenüber anderen Zinstiteln (z. B. Corporate Bonds oder Asset Backed Securities (ABS)) führen.

Spread-Risiko im Rahmen der SCR-Ermittlung für Covered Bonds

Im Rahmen des Solvency II-Rahmenwerks wird davon ausgegangen, dass Covered Bonds hoher Bonitätseinstufung durch einen diversifizierten Pool von Vermögenswerten gedeckt sind und dieser Cover Pool den größten Teil des Werts der Anleihe bei einem Ausfall besichert. So leitet sich gemäß den angegebenen Formeln für Covered Bonds mit entsprechend hohen Bonitäten im Vergleich zu Corporate Bonds eine geringere Kapitalbelastung aus dem SCR für Spread-Risiken ab. Für Covered Bonds des CQS 2 oder darunter ist im Rahmen der SCR-Ermittlung kein niedrigerer Risikofaktor anzuwenden. Dies bedeutet, dass im Rahmen der Berechnung der Kapitalbelastung die Formeln für CQS 2-Covered Bonds mit den für Corporate Bonds anzuwendenden Formeln übereinstimmen.

Länderanleihen von EU-Mitgliedern sowie mit Bonitätsstufe 0 und 1 mit Risikofaktor Null

Die relative Begünstigung der Covered Bonds im Rahmen der SCR-Ermittlung muss jedoch vor dem Hintergrund der Behandlung von Sovereign Bonds relativiert werden. So profitiert die Attraktivität von Schuldverschreibungen der EU-Mitgliedsstaaten (unabhängig vom CQS bzw. Rating) sowie von Ländern mit den Credit Quality Step 0 und 1 von einem Risikofaktor unter Stress von 0%. Auch wenn der Prozess der Asset-Allokation nicht allein auf die regulatorische Kapitalbindung reduziert werden darf, ist mit Blick auf die regulatorische Eigenkapitalbindung an dieser Stelle durchaus von einer höheren Attraktivität dieser Anleihen gegenüber Covered Bonds sprechen.

Solvency II: SCR-Berechnung für Covered Bonds, Sovereign Bonds, Corporate Bonds und Asset Backed Securities

Assets	CQS	≤5y	5y to ≤10y	10y to ≤15y	15y to ≤20y	>20y
Covered Bonds	CQS 0	0.7%*D	3.5%+0.5%*(D-5)	6.0%+0.5%*(D-10)	8.5%+0.5%*(D-15)	11.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 1	0.9%*D	4.5%+0.5%*(D-5)	7.0%+0.5%*(D-10)	9.5%+0.5%*(D-15)	12.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 2	1.4%*D	7.0%+0.7%*(D-5)	10.5%+0.5%*(D-10)	13.0%+0.5%*(D-15)	15.5%+0.5%*(D-20)
	CQS 3	2.5%*D	12.5%+1.5%*(D-5)	20.0%+1.0%*(D-10)	25.0%+1.0%*(D-15)	30.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 4	4.5%*D	22.5%+2.5%*(D-5)	35.0%+1.8%*(D-10)	44.0%+0.5%*(D-15)	46.6%+0.5%*(D-20)
Not rated	3.0%*D	15.0%+1.7%*(D-5)	23.5%+1.2%*(D-10)	29.5%+1.2%*(D-15)	35.5%+0.5%*(D-20)	
Sovereign EU¹	not relevant	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Sovereign	CQS 0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	CQS 1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	CQS 2	1.1%*D	5.5%+0.6%*(D-5)	8.4%+0.5%*(D-10)	10.9%+0.5%*(D-15)	13.4%+0.5%*(D-20)
	CQS 3	1.4%*D	7.0%+0.7%*(D-5)	10.5%+0.5%*(D-10)	13.0%+0.5%*(D-15)	15.5%+0.5%*(D-20)
	CQS 4	2.5%*D	12.5%+1.5%*(D-5)	20.0%+1.0%*(D-10)	25.0%+1.0%*(D-15)	30.0%+0.5%*(D-20)
Corporate Bonds	CQS 0	0.9%*D	4.5%+0.5%*(D-5)	7.0%+0.5%*(D-10)	9.7%+0.5%*(D-15)	12.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 1	1.1%*D	5.5%+0.6%*(D-5)	8.4%+0.5%*(D-10)	10.9%+0.5%*(D-15)	13.4%+0.5%*(D-20)
	CQS 2	1.4%*D	7.0%+0.7%*(D-5)	10.5%+0.5%*(D-10)	13.0%+0.5%*(D-15)	15.5%+0.5%*(D-20)
	CQS 3	2.5%*D	12.5%+1.5%*(D-5)	20.0%+1.0%*(D-10)	25.0%+1.0%*(D-15)	30.0%+0.5%*(D-20)
	CQS 4	4.5%*D	22.5%+2.5%*(D-5)	35.0%+1.8%*(D-10)	44.0%+0.5%*(D-15)	46.6%+0.5%*(D-20)
Asset Backed Securities	CQS 0	2.1%*D (for type 1); 12.5%*D (for type 2); 33.0%*D (for re-securitisation)				
	CQS 1	3.0%*D (for type 1); 13.4%*D (for type 2); 40.0%*D (for re-securitisation)				
	CQS 2	3.0%*D (for type 1); 16.6%*D (for type 2); 51.0%*D (for re-securitisation)				
	CQS 3	3.0%*D (for type 1); 19.7%*D (for type 2); 91.0%*D (for re-securitisation)				
	CQS 4	82.0%*D (for type 2); 100.0%*D (for re-securitisation)				

Quelle: EIOPA, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research, D = modified duration;

¹ direct central government exposure / guaranteed by EU member central governments

Solvency II: Für das SCR Konzentrationsrisiko relevante Schwellenwerte

Bond type	ECAI Rating	Concentration threshold
Corporate Bonds	AAA - AA	3.0%
	A	3.0%
	BBB	1.5%
	BB or lower	1.5%
Covered Bonds	AAA - AA	15.0%
Exposure to EEA state, European Central Bank (ECB), multilateral development banks (MDB), international organisations (IO)	Not relevant	none

Quelle: EIOPA, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

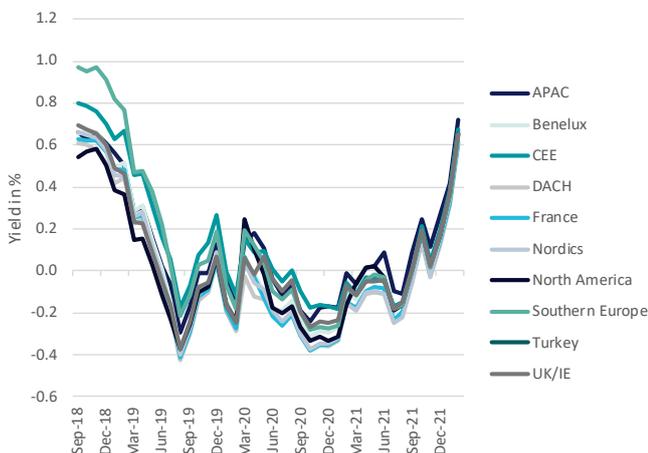
Konzentrationsrisiko: Gesonderte Behandlung von Covered Bonds

Eine zu starke Fokussierung auf eine Einzeladresse wird darüber hinaus im Rahmen des SCR-Marktrisiko-Untermoduls zur Marktrisikokonzentration berücksichtigt. Sobald die Forderungshöhe bei Ausfall einer Gegenpartei eine festgelegte Konzentrationsschwelle (Concentration Risk Threshold) überschreitet, wird die Ermittlung eines entsprechenden SCR für Konzentrationsrisiken notwendig. Dabei ist die Konzentrationsschwelle als Prozentwert auf die Assets – also im Wesentlichen dem Wert aller von einem Versicherungs- oder Rückversicherungsunternehmen gehaltenen Vermögenswerte – zu interpretieren. Generell gilt dabei, dass die gewichtete durchschnittliche Bonitätseinstufung der Risikoexposition gegenüber einer Einzeladresse maßgeblich für die Ableitung der Konzentrationsschwelle ist. Für die Bonitätseinstufungen 0, 1 und 2 sind als Schwelle 3% anzusetzen. Für die Einstufungen 3 bis 6 gelten 1,5%. Im Rahmen des Untermoduls zur Marktrisikokonzentration ist für Covered Bonds mit einer Bonitätseinstufung von 0 oder 1 eine erhöhte Konzentrationsschwelle von 15% anzusetzen. Damit wird für Covered Bonds mit besonders hoher Bonität eine deutlich höhere Schwelle veranschlagt als bspw. für Corporate Bonds und ABS, was insgesamt zu einem geringeren SCR führt. Gleichwohl muss hier hervorgehoben werden, dass Forderungen gegenüber EU-Staaten oder auch multilateralen Entwicklungsbanken wiederum durch eine grundsätzliche Ausnahme in Bezug auf die SCR-Ermittlung für Konzentrationsrisiken gegenüber Covered Bonds regulatorisch begünstigt sind.

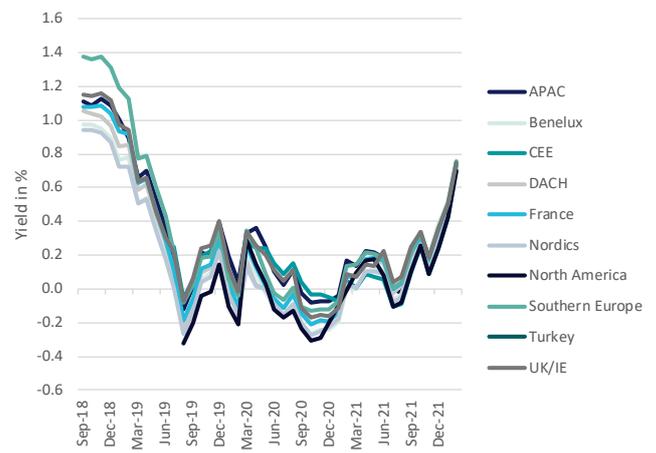
Renditeanstiege bei Covered Bonds sorgen für erhöhte Attraktivität

Wie bereits eingangs erwähnt hat die Geldpolitik das Investitionsverhalten der Versicherer signifikant beeinflusst. Die zu beobachtenden Renditeanstiege bei Covered Bonds würden wir isoliert betrachtet durchaus als Indikation einer erhöhten absoluten Attraktivität von Covered Bonds verstehen. Gleichwohl gilt es hier auch unter Relative Value-Gesichtspunkten alternative Investments gegenüber Covered Bonds wie regulatorisch bevorzugte öffentliche Anleihen sowie mit einer ggf. höheren Rendite ausgestattete Corporate Bonds zu berücksichtigen. Die demnächst erwartete Zinserhöhung in den USA und auch die Vorboten für eine straffere EZB-Geldpolitik führten in den letzten Wochen zu weiter steigenden Renditen. Wir sehen jedoch aus der Perspektive von Versicherungen Covered Bonds, vor allem in einem durch eine stärkere Bepreisung von Risiken gekennzeichneten Marktumfeld, durchaus als wieder stärker in den Fokus rückende Assetklasse an.

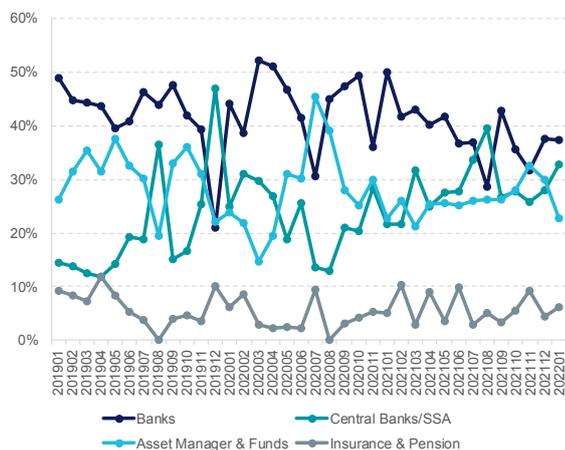
Renditeentwicklung Covered Bonds (7Y)



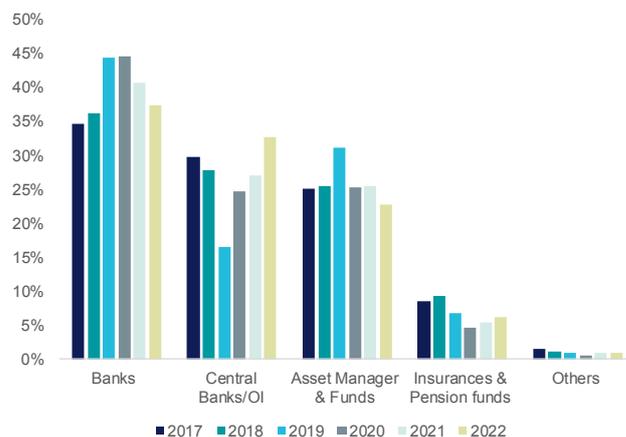
Renditeentwicklung Covered Bonds (10Y)



EUR Benchmark: Investorenverteilung (monatlich)



EUR Benchmark: Investorenverteilung (jährlich)



Quelle: Market data, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Investorenverteilung: Anteile der Versicherungsunternehmen auf niedrigem Niveau

Der Crowding-Out der Versicherungsunternehmen mit Blick auf die Anteile bei Primärmarktmissionen im EUR-Benchmarksegment ist bei der auf den Deal Reviews basierenden Investorenverteilung durchaus erkennbar. Die Anteile der Kategorie „Insurances & Pension funds“ offenbart bis einschließlich Ende 2020 einen entsprechenden Rückgang sowohl in der monatlichen als auch in der jährlichen Betrachtung. Im zurückliegenden Jahr stieg die Nachfrage aus dem Sektor bereits wieder an. Auch wenn das Jahr 2022 noch jung ist, kann für die in diesem Jahr erfolgten Covered Bond Neuemissionen eine stärkere Nachfrage aus dem Sektor „Insurances & Pension funds“ konstatiert werden.

Fazit

Auf Grundlage der aktuellen EIOPA-Datenbasis lässt sich eine Fortführung des rückläufigen Trends in Bezug auf das absolute Volumen von Covered Bonds ableiten. Auch in der relativen Betrachtung nimmt der Anteil weiter ab. Mit Blick auf Versicherungsunternehmen steht die Attraktivität der Assetklasse unter dem Bann von Marktgegebenheiten, die insbesondere geldpolitisch induziert sind. Gemäß Solvency II profitieren Covered Bonds bei der Ableitung der Kapitalanforderungen ggü. Corporate Bonds und ABS von einer präferierten Behandlung. Für das Spread-Risiko sowie für das Konzentrationsrisiko werden hier für Covered Bonds in Abhängigkeit von der Bonitätsstufe spezifische Risikoparameter vorgegeben. Damit soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass Covered Bonds durch einen Deckungsstock mit Assets hoher Kreditqualität besichert sind. Diese Einschätzung wird sowohl durch die EIOPA als auch das SRB geteilt. Gleichwohl gilt es zu berücksichtigen, dass Risikopositionen gegenüber EMU-Staaten gegenüber Covered Bonds im Rahmen von Solvency II zu niedrigeren Kapitalbelastungen führen. In einem veränderten Marktumfeld, in dem auch die Bepreisung von Risiken eine größere Rolle einnimmt, könnten Covered Bonds perspektivisch an relativer Attraktivität gewinnen. Mit Blick auf die übergreifende Betrachtung des Banken-Versicherungen-Nexus, lässt sich festhalten, dass dieser zwar vorhanden ist, aber risikoseitig überschaubar bleibt, da die Portfolios der Versicherer vergleichsweise heterogen sind. Ebenso weisen die Kreditinstitute gegenüber den Zeiten vor und während der Finanzmarktkrise am aktuellen Rand in Summe eine deutlich robustere quantitative und qualitativ hochwertigere Kapitalstruktur auf, was auch positiven Einfluss auf die Kreditqualität von Covered Bonds ausübt.

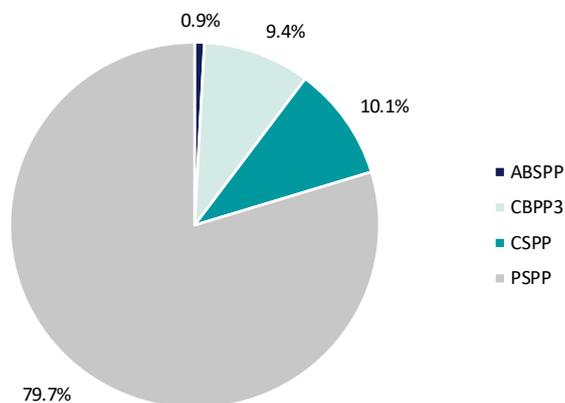
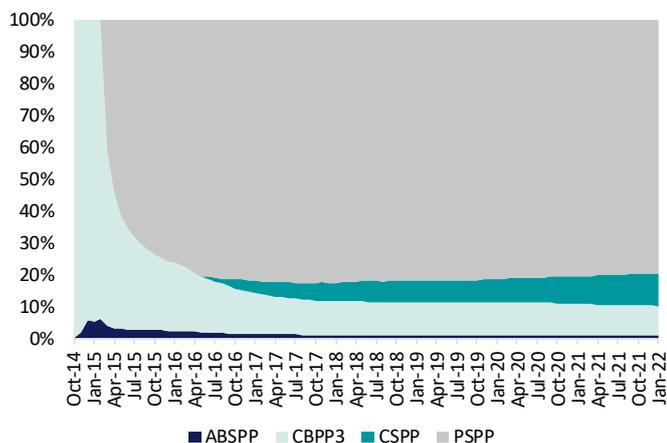
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

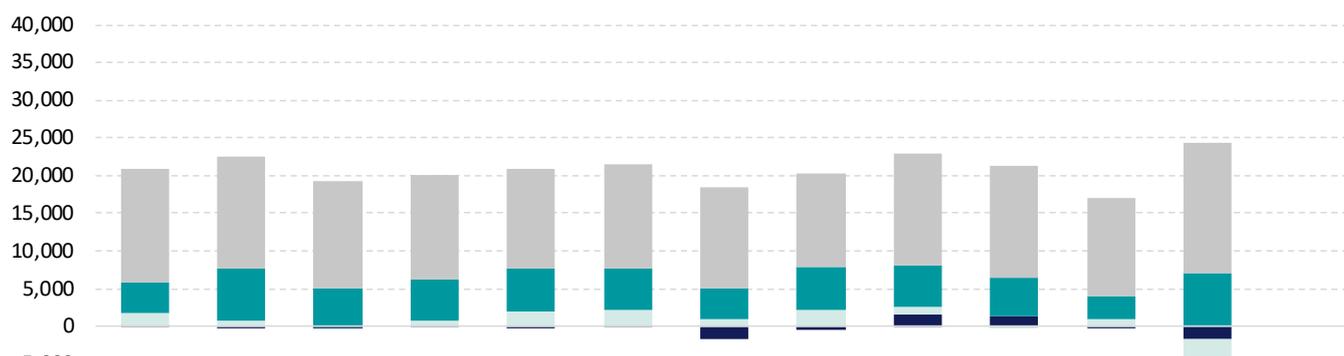
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Dec-21	28,403	298,167	309,676	2,487,136	3,123,382
Jan-22	26,740	294,407	316,646	2,504,428	3,142,221
Δ	-1,663	-3,761	+6,970	+17,292	+18,838

Portfoliostruktur



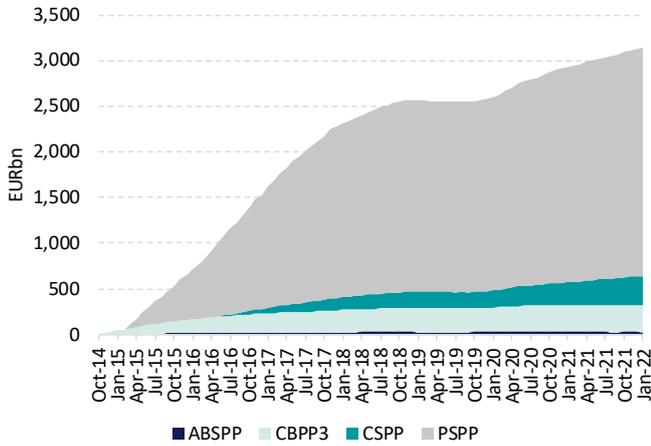
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



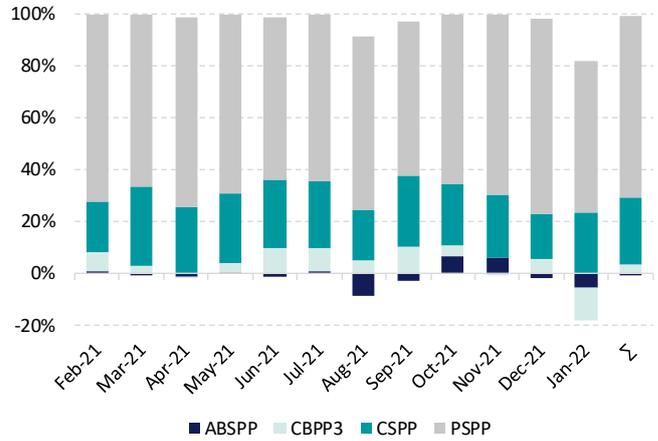
	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dec-21	Jan-22	Σ
APP	20,915	22,561	18,918	20,141	20,640	21,597	16,749	19,659	23,017	21,200	16,596	18,838	240,831
PSPP	15,129	14,955	14,186	13,973	13,320	13,943	13,563	12,423	15,038	14,815	12,989	17,292	171,626
CSPP	4,064	6,929	5,015	5,394	5,602	5,502	3,936	5,590	5,481	5,142	3,007	6,970	62,632
CBPP3	1,539	684	-5	686	2,037	2,011	999	2,184	1,008	-12	942	-3,761	8,312
ABSPP	183	-7	-278	88	-319	141	-1,749	-538	1,490	1,255	-342	-1,663	-1,739

Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

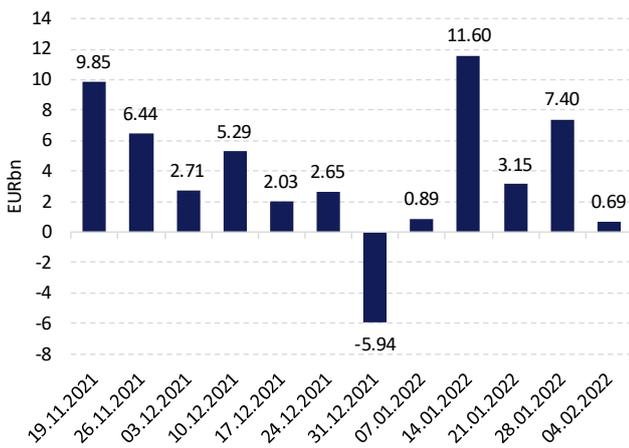
Portfolioentwicklung



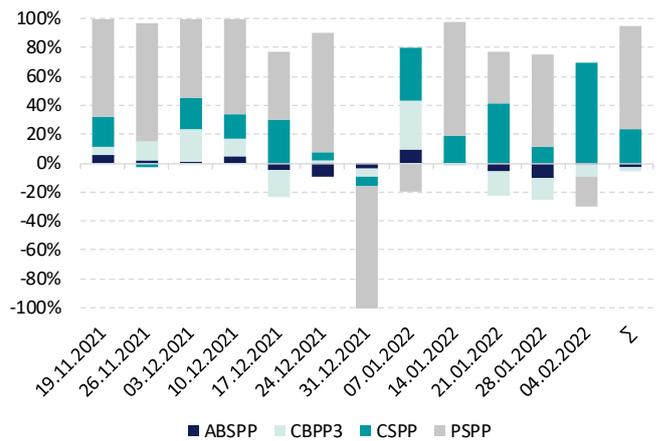
Verteilung der monatlichen Ankäufe



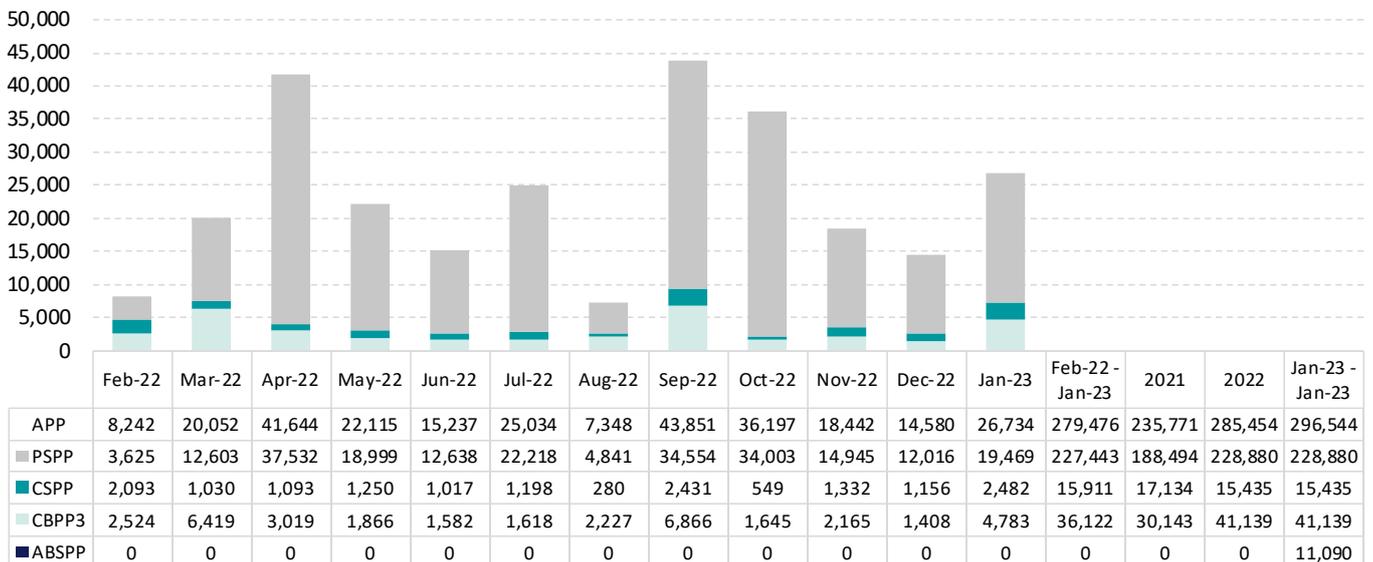
Wöchentliches Ankaufsvolumen



Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



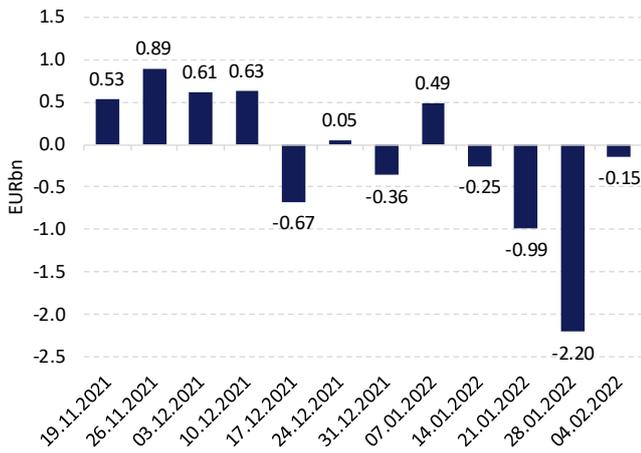
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



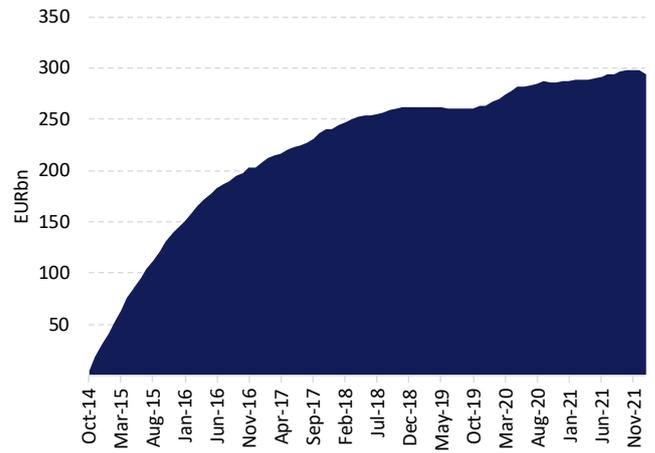
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

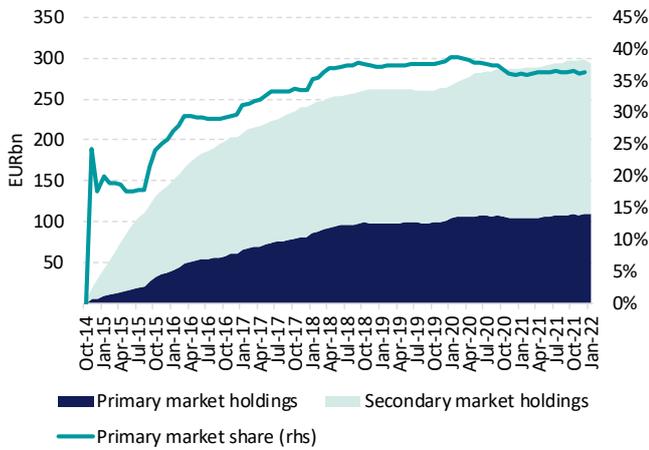
Wöchentliches Ankaufsvolumen



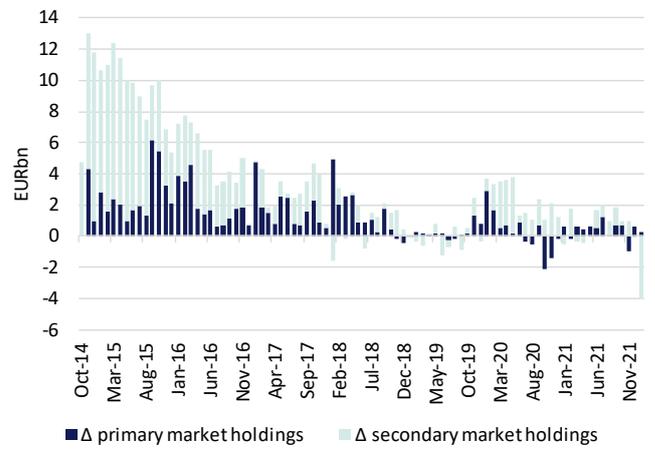
Entwicklung des CBPP3-Volumens



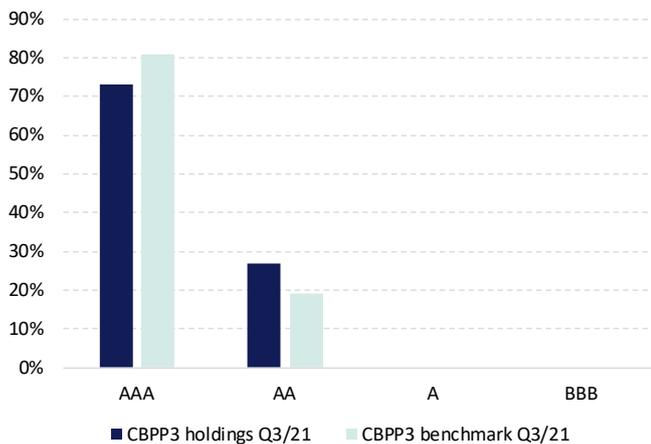
Primär-/Sekundärmarktanteile



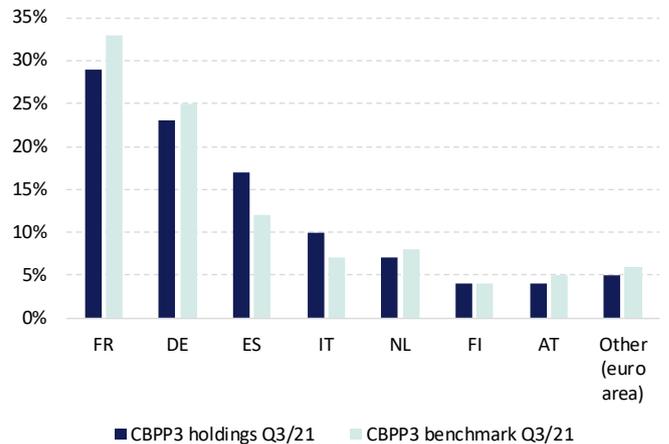
Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



CBPP3-Struktur nach Ratings

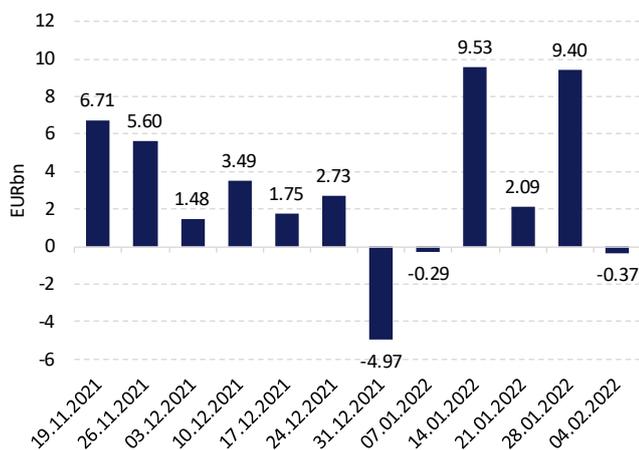


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

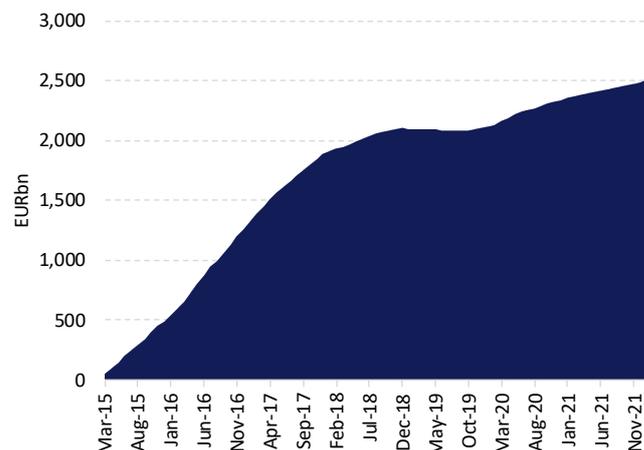


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des PSPP-Volumens



Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

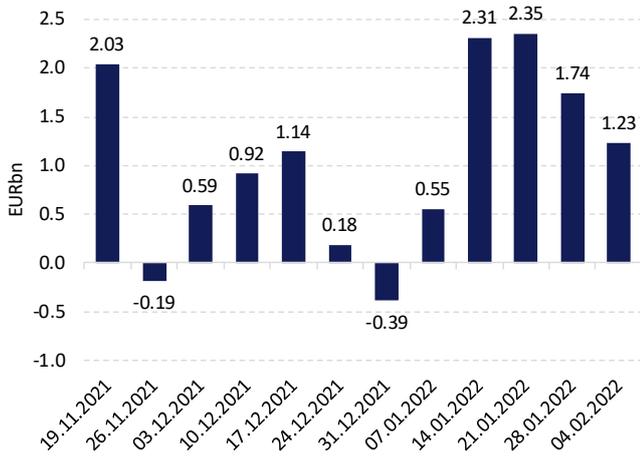
Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel ¹	Bestand (in EURm)	Erwartete Ankäufe ² (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit ³ (in Jahren)	Marktdurchschnitt ³ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	73,533	71,534	1,999	7.5	7.6	-0.1
BE	3.4%	92,162	89,041	3,121	8.0	10.2	-2.2
CY	0.2%	4,231	5,259	-1,028	9.9	8.8	1.1
DE	24.3%	636,820	644,277	-7,457	6.6	7.6	-1.0
EE	0.3%	412	6,885	-6,473	9.2	7.5	1.7
ES	11.0%	304,289	291,438	12,851	8.0	8.4	-0.4
FI	1.7%	42,029	44,893	-2,864	6.9	7.7	-0.8
FR	18.8%	522,717	499,173	23,544	7.2	8.1	-0.9
GR	0.0%	0	0	0	0.0	0.0	0.0
IE	1.6%	41,707	41,386	321	8.5	10.1	-1.6
IT	15.7%	435,606	415,201	20,405	7.1	7.9	-0.8
LT	0.5%	5,595	14,145	-8,550	10.2	10.6	-0.4
LU	0.3%	3,900	8,051	-4,151	5.6	7.2	-1.7
LV	0.4%	3,386	9,523	-6,137	11.3	10.4	0.9
MT	0.1%	1,363	2,563	-1,200	9.5	9.2	0.3
NL	5.4%	123,586	143,229	-19,643	7.7	9.0	-1.4
PT	2.2%	51,757	57,202	-5,445	7.0	7.2	-0.2
SI	0.4%	10,474	11,768	-1,294	9.9	10.2	-0.3
SK	1.1%	17,208	27,990	-10,782	8.2	8.3	-0.1
SNAT	10.0%	277,625	264,840	12,785	7.7	8.9	-1.2
Total / Avg.	100.0%	2,648,399	2,648,399	0	7.3	8.2	-0.9

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PSPP ankaufbaren Anleihen

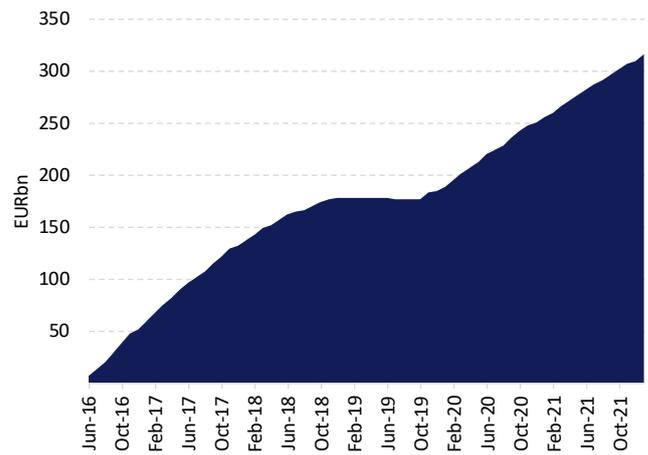
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

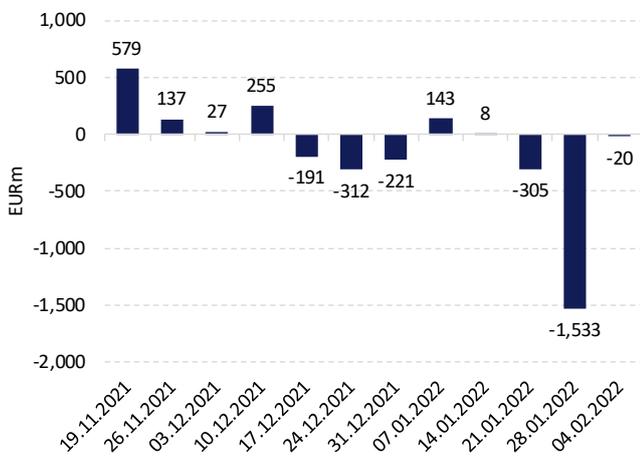


Entwicklung des CSPP-Volumens

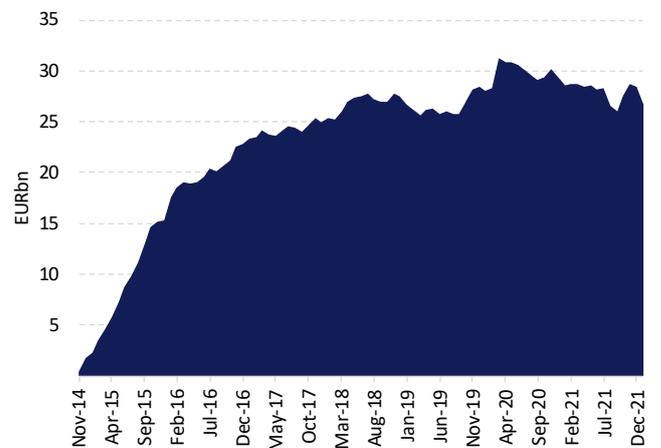


Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen



Entwicklung des ABSPP-Volumens



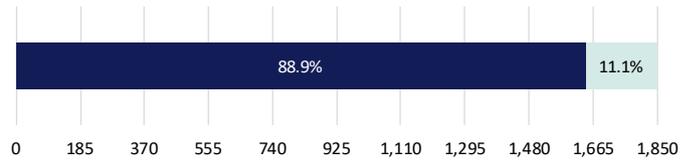
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

	PEPP
Dec-21	1,597,565
Jan-22	1,647,678
Δ	+50,113

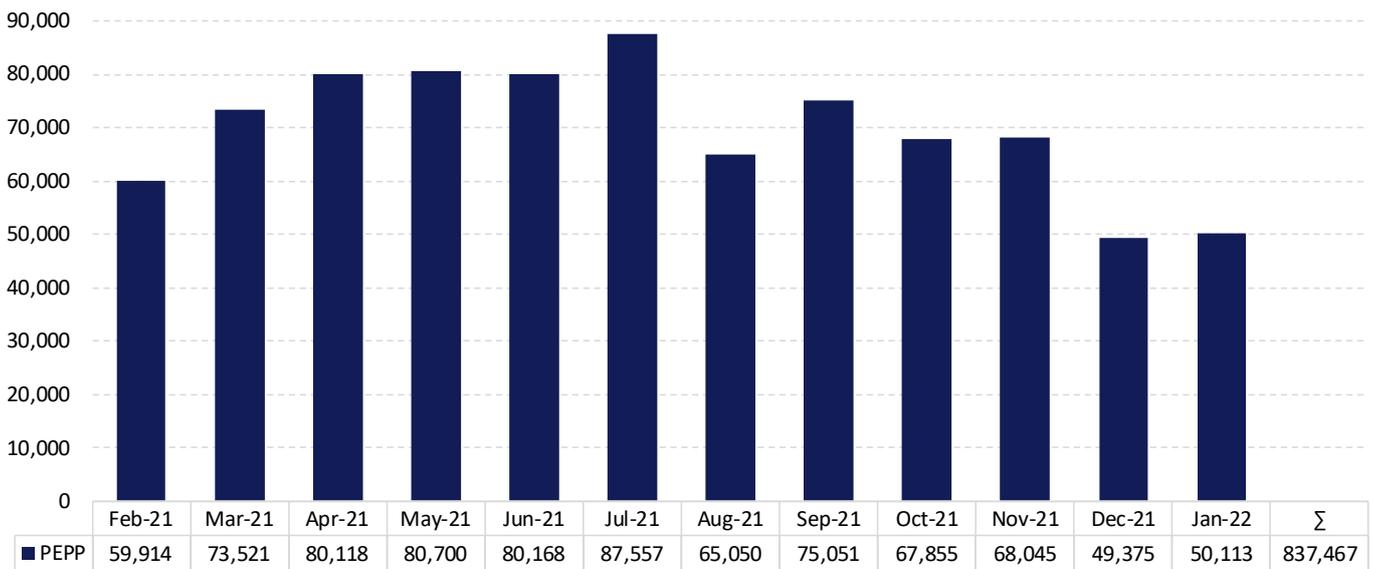
Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



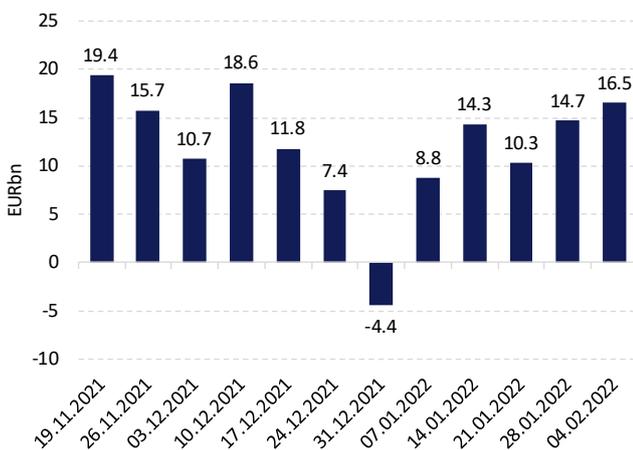
Geschätzte Portfolioentwicklung

Angenommenes künftiges Ankauftempo	Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen	PEPP-Limit (theoretisch) erreicht in ...
Durchschnittliches bisher angekauftes wöchentliches Nettovolumen	EUR 17.0bn	12 Wochen (29.04.2022)

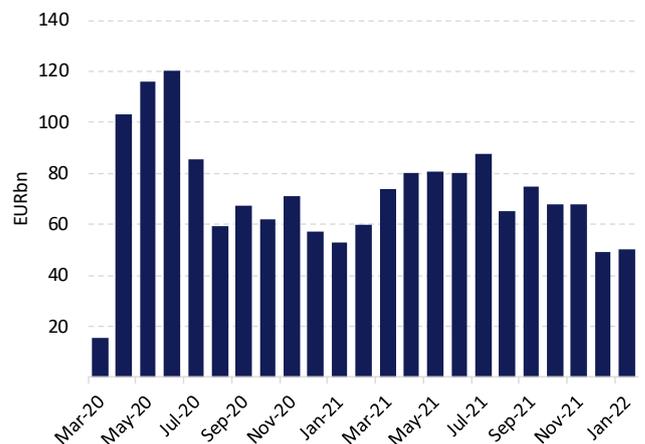
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufovolumen



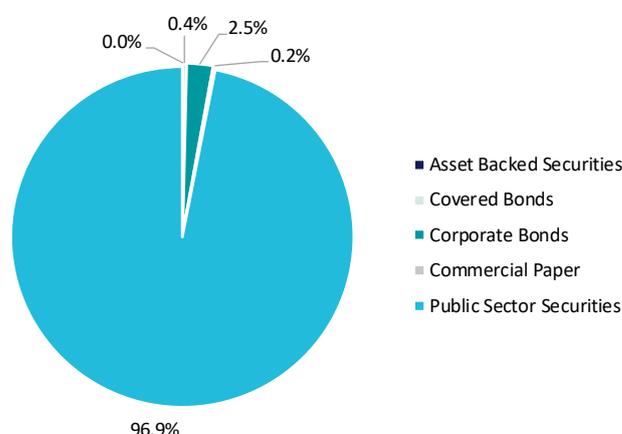
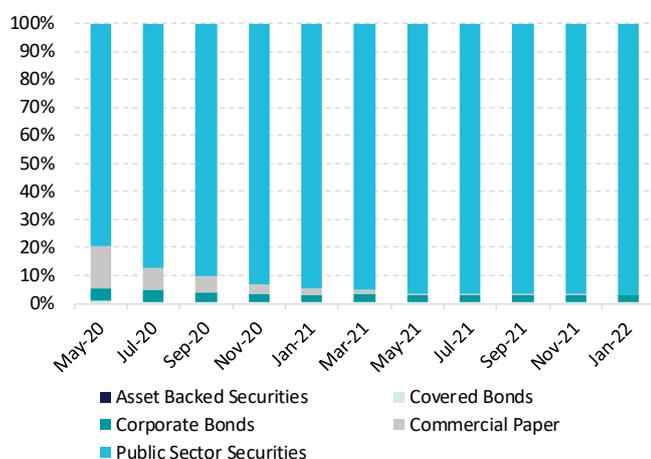
Entwicklung des PEPP-Volumens



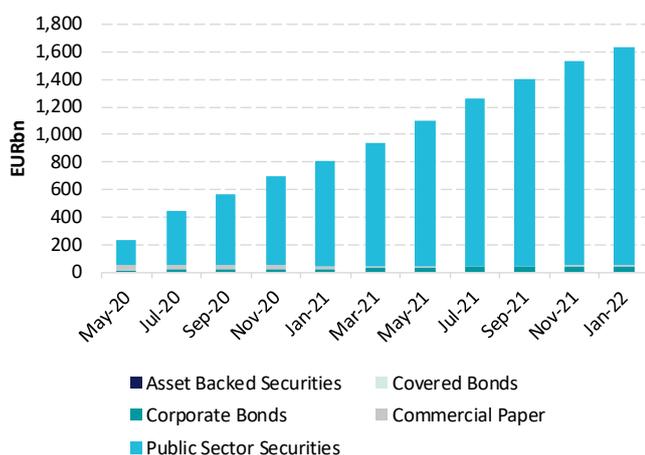
Volumina der Assetklassen (in EURm)

	Asset-backed Securities	Covered Bonds	Corporate Bonds	Commercial Paper	Public Sector Securities	PEPP
Nov-21	0	6,079	39,871	4,032	1,485,526	1,535,508
Jan-22	0	6,073	40,301	3,857	1,580,547	1,630,779
Δ	0	0	+467	-172	+99,193	+99,488

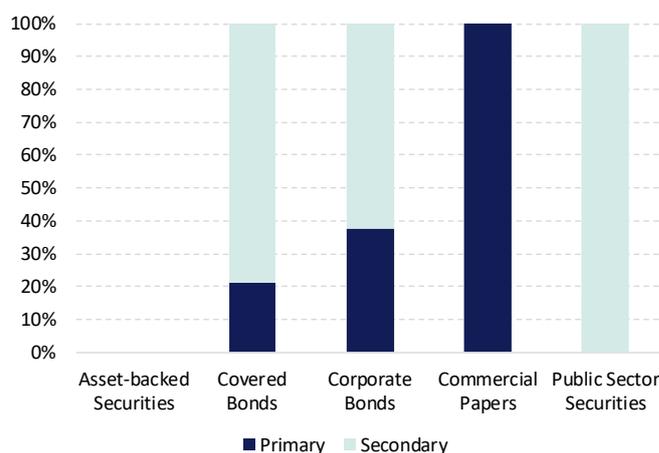
Portfoliostruktur



Portfolioentwicklung



Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

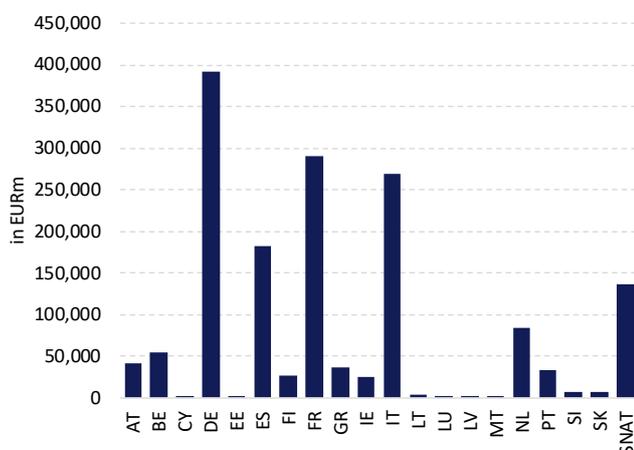
Januar 2022	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	1,298	4,775	15,101	25,200	3,857	0
Anteil	0.0%	0.0%	21.4%	78.6%	37.5%	62.5%	100.0%	0.0%

Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

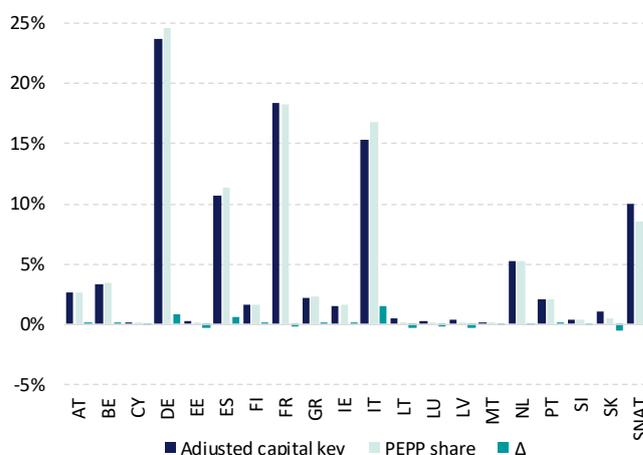
Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungsschlüssel ¹	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel ²	Ø Restlaufzeit (in Jahren)	Marktdurchschnitt ³ (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	42,272	2.6%	2.6%	0.0%	8.2	7.0	1.2
BE	54,203	3.3%	3.4%	0.1%	6.6	9.2	-2.6
CY	2,514	0.2%	0.2%	0.0%	8.6	8.1	0.5
DE	392,570	23.7%	24.6%	0.9%	6.2	6.8	-0.6
EE	256	0.3%	0.0%	-0.2%	8.4	8.4	0.0
ES	181,624	10.7%	11.4%	0.6%	7.7	7.5	0.2
FI	26,807	1.7%	1.7%	0.0%	6.9	7.5	-0.7
FR	291,113	18.4%	18.2%	-0.2%	8.1	7.5	0.6
GR	36,876	2.2%	2.3%	0.1%	8.9	9.6	-0.7
IE	25,332	1.5%	1.6%	0.1%	8.9	9.5	-0.6
IT	268,405	15.3%	16.8%	1.5%	7.1	6.9	0.2
LT	3,129	0.5%	0.2%	-0.3%	10.5	10.1	0.4
LU	1,914	0.3%	0.1%	-0.2%	6.3	6.3	0.0
LV	1,710	0.4%	0.1%	-0.2%	9.3	9.2	0.0
MT	544	0.1%	0.0%	-0.1%	10.8	9.0	1.9
NL	83,893	5.3%	5.3%	0.0%	7.6	8.5	-0.9
PT	33,857	2.1%	2.1%	0.0%	6.9	7.3	-0.4
SI	6,311	0.4%	0.4%	0.0%	9.2	9.2	0.0
SK	7,605	1.0%	0.5%	-0.6%	9.2	8.4	0.8
SNAT	136,399	10.0%	8.5%	-1.5%	10.1	8.5	1.5
Total / Avg.	1,597,334	100.0%	100.0%	0.0%	7.5	7.5	0.1

Bestand Öffentlicher Anleihen nach Jurisdiktionen



Abweichungen vom adjustierten Kapitalschlüssel

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel ³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

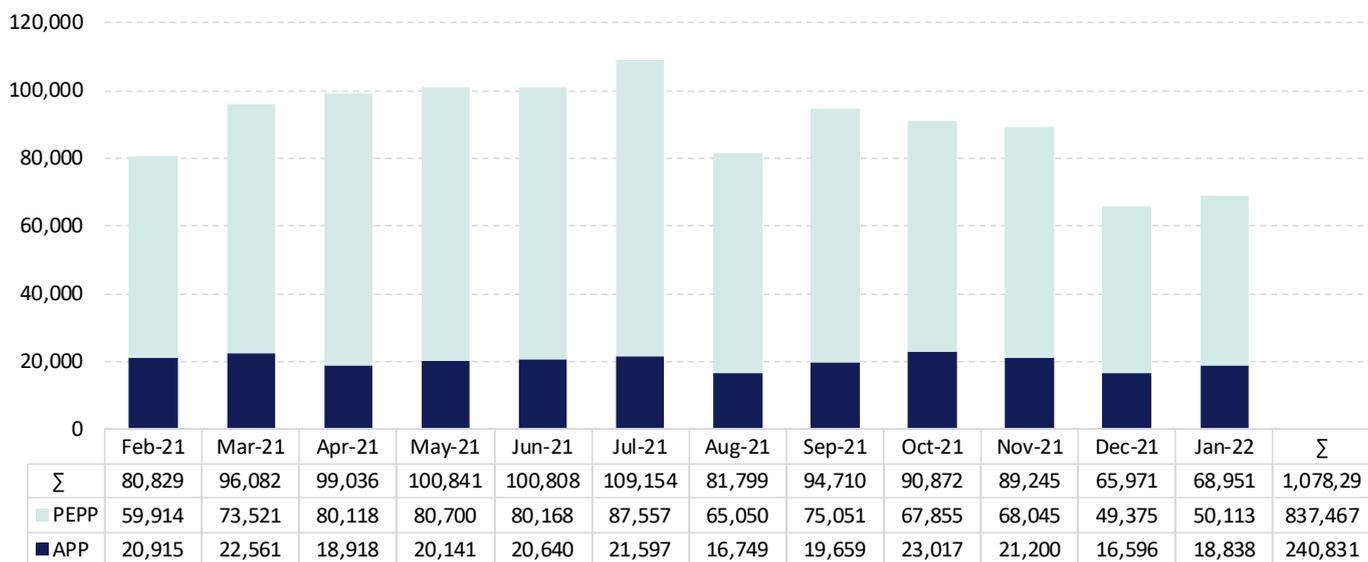
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

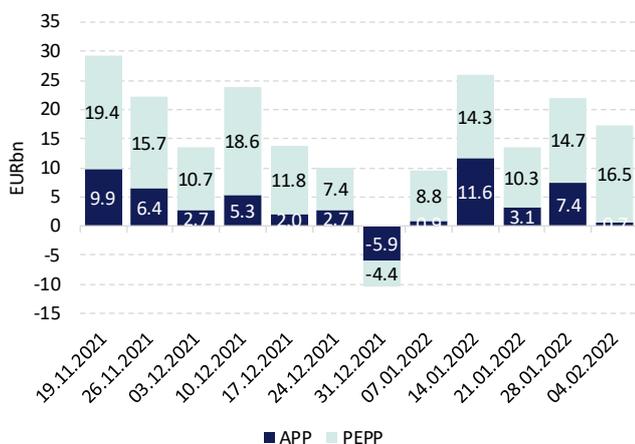
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	APP	PEPP	APP & PEPP
Dec-21	3,123,382	1,597,565	4,720,947
Jan-22	3,142,221	1,647,678	4,789,899
Δ	+18,838	+50,113	+68,951

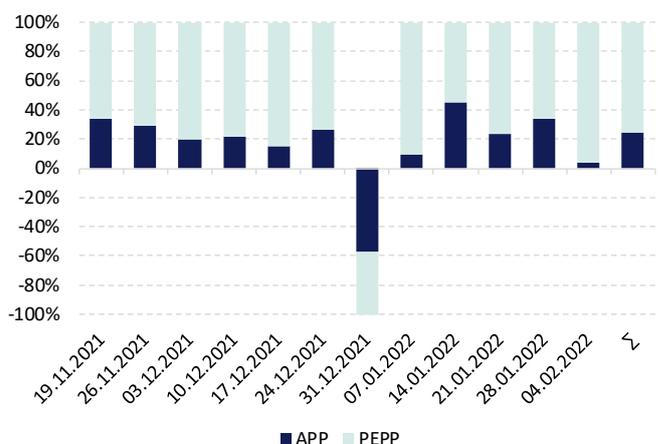
Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



Wöchentliches Ankaufvolumen



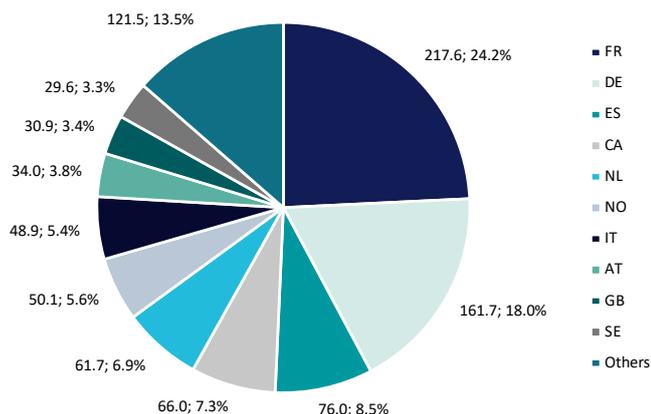
Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



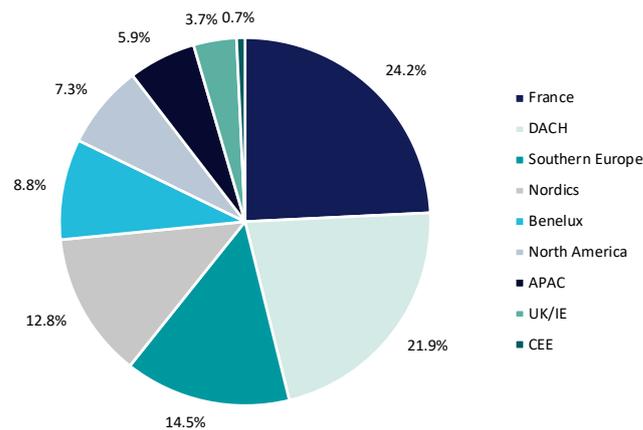
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



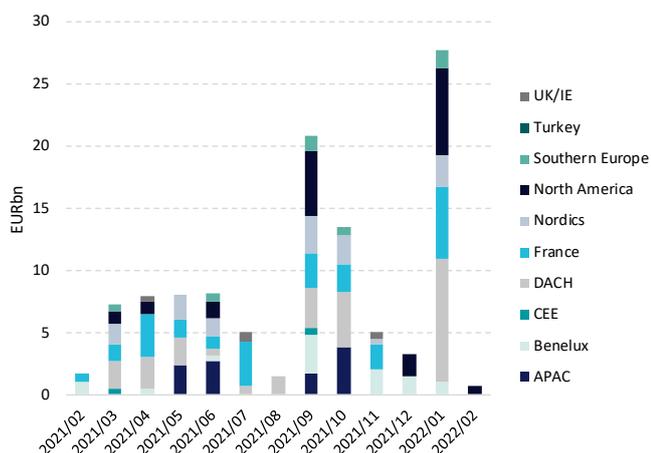
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



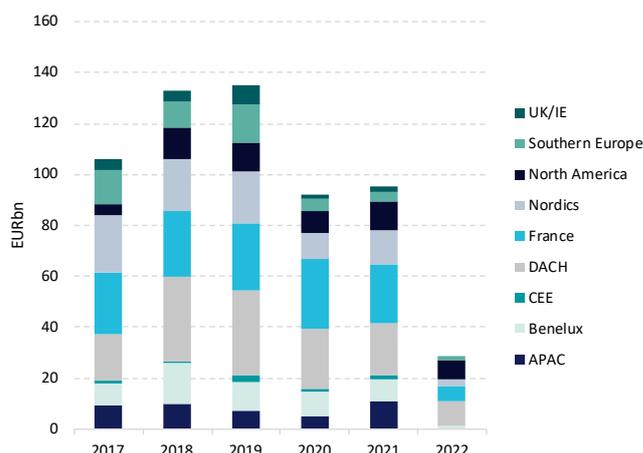
Top-10 Jurisdiktionen

Rank	Country	Amount outst. (EURbn)	No. of BMKs	There of ESG BMKs	Avg. issue size (EURbn)	Avg. initial maturity (in years)	Avg. mod. Duration (in years)	Avg. coupon (in %)
1	FR	217.6	209	11	0.93	10.2	5.6	0.83
2	DE	161.7	238	16	0.62	8.4	4.6	0.41
3	ES	76.0	61	4	1.14	11.8	3.7	1.81
4	CA	66.0	55	0	1.16	6.0	3.3	0.21
5	NL	61.7	64	0	0.91	11.7	7.7	0.71
6	NO	50.1	58	9	0.86	7.4	4.0	0.38
7	IT	48.9	58	1	0.81	9.3	4.5	1.25
8	AT	34.0	63	2	0.54	9.9	6.3	0.53
9	GB	30.9	37	1	0.86	8.5	3.4	0.91
10	SE	29.6	36	0	0.82	7.6	3.4	0.41

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

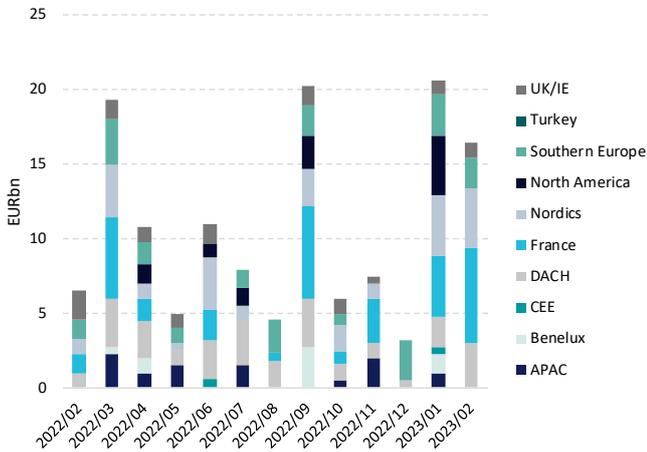


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

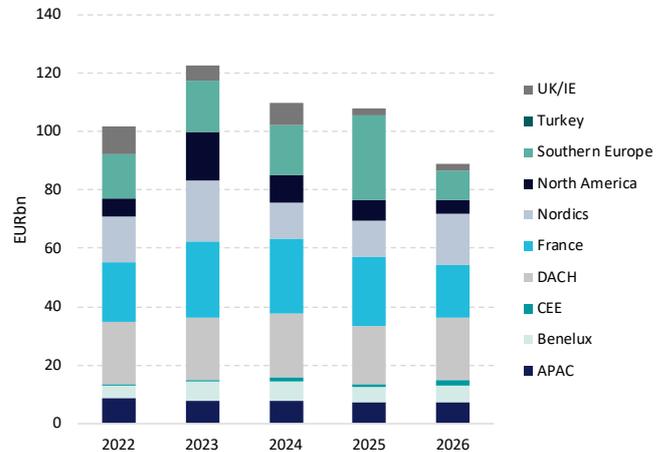


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

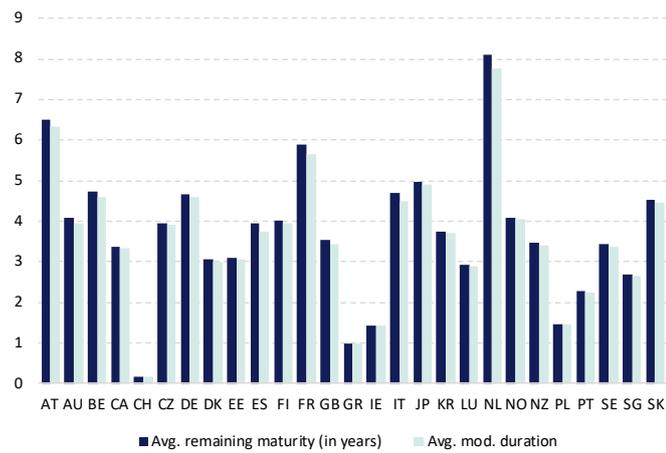
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



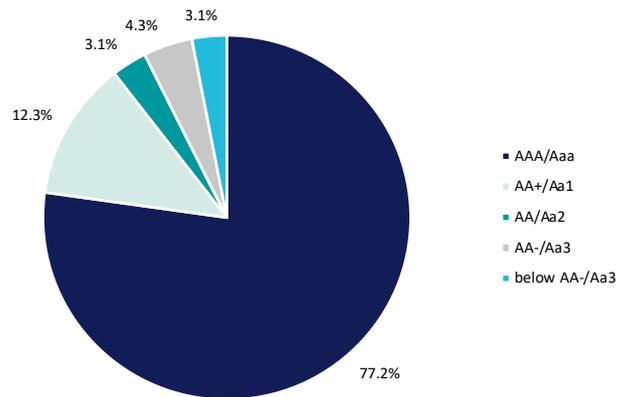
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



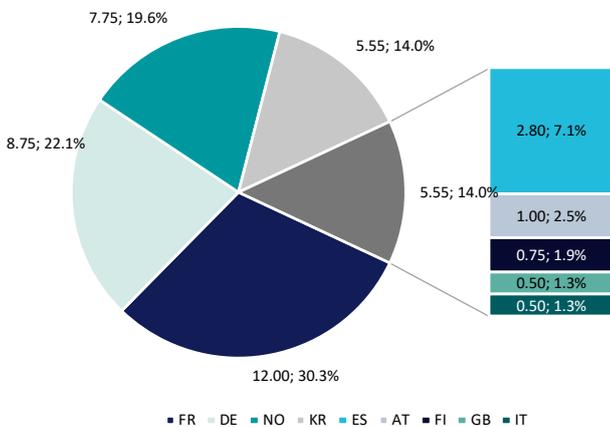
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



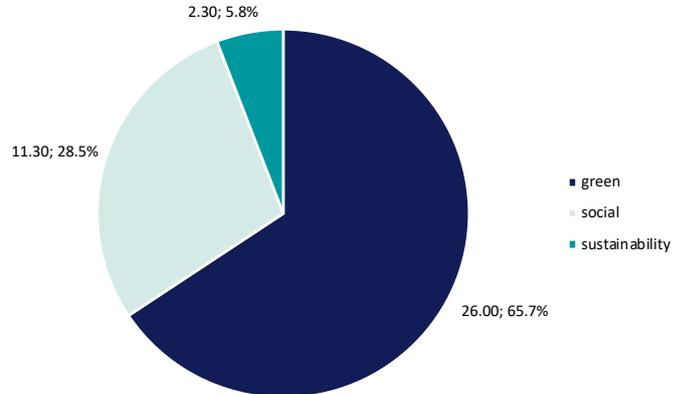
Ratingverteilung (volumengewichtet)



EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)

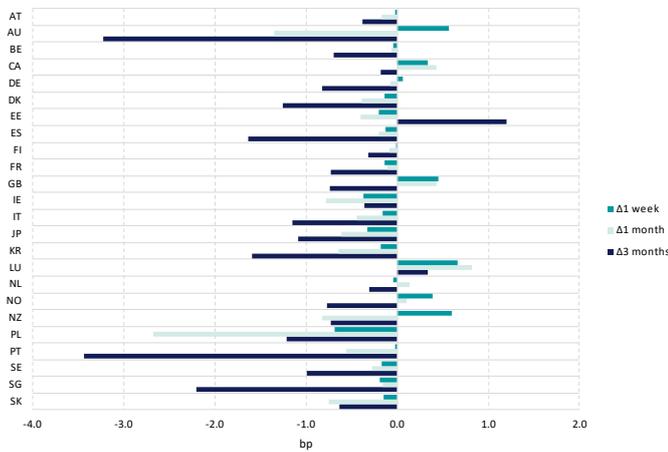


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

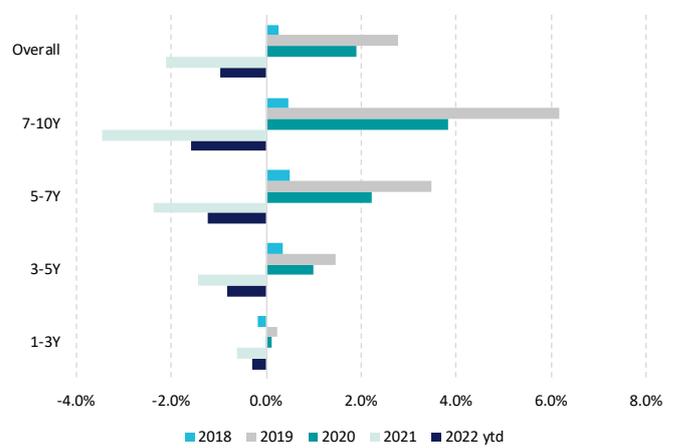


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

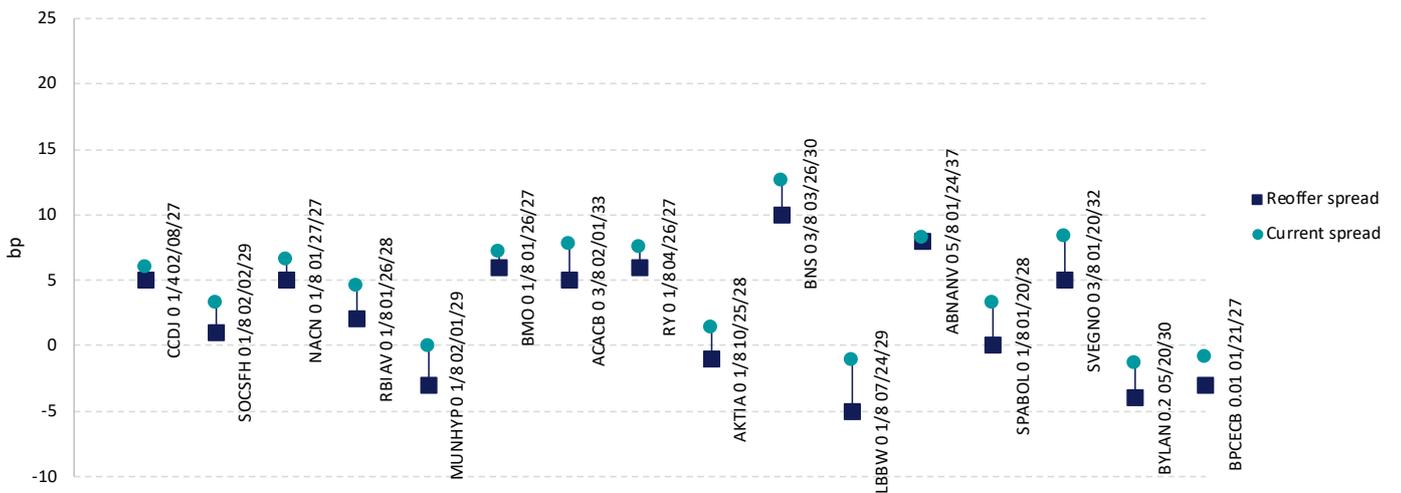
Spreadveränderung nach Land



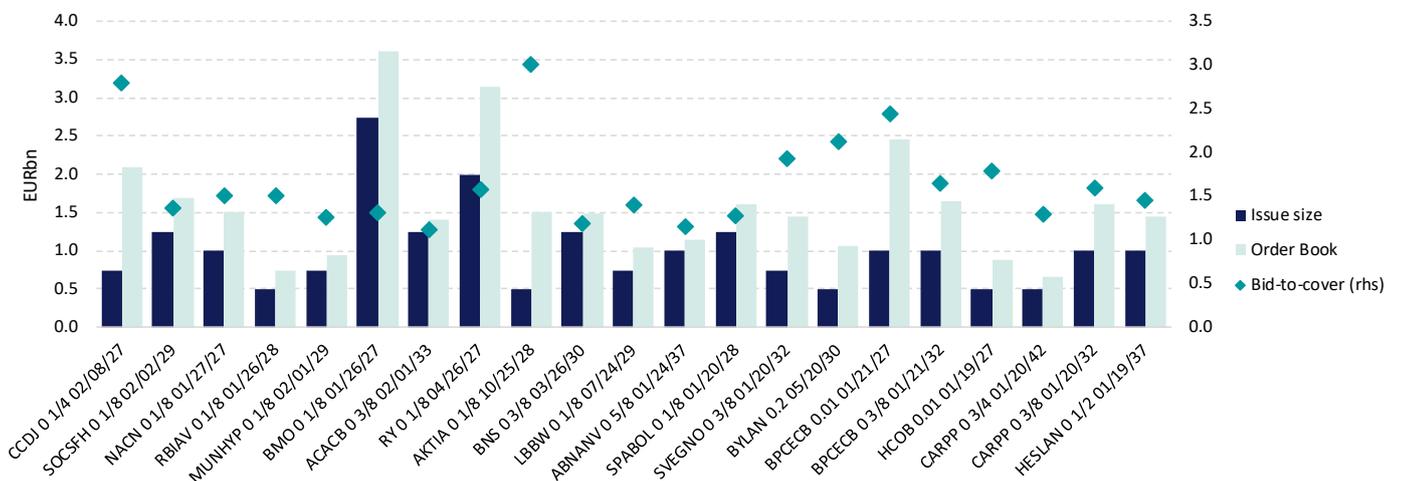
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

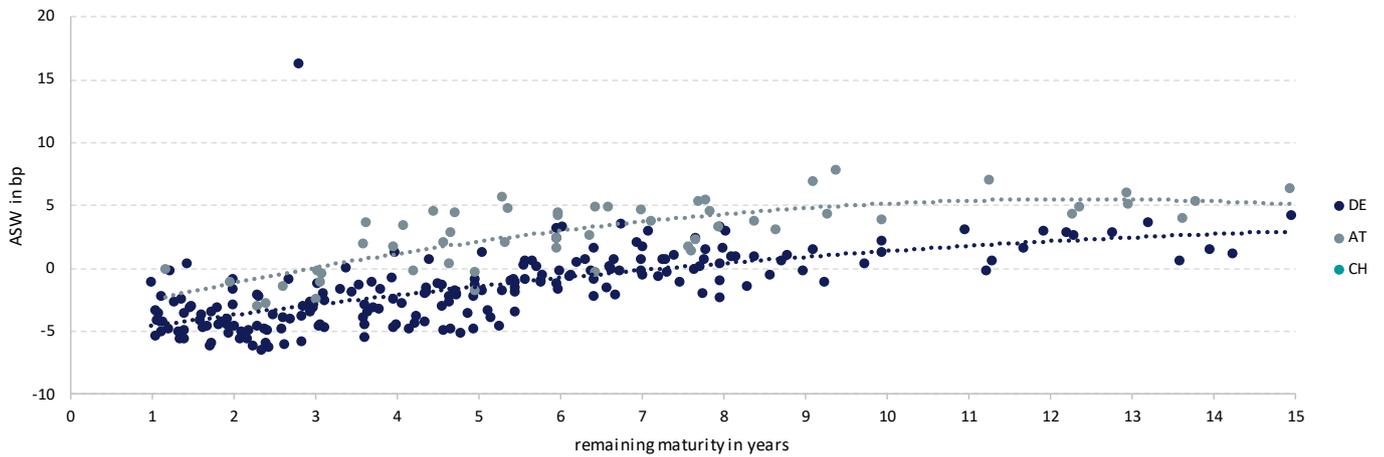


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

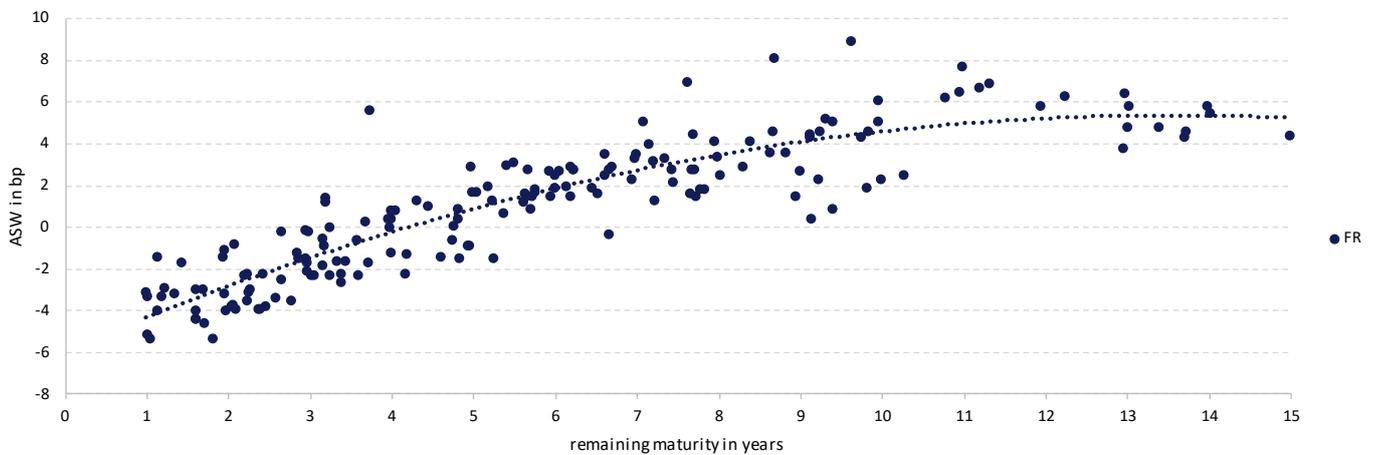


Spreadübersicht¹

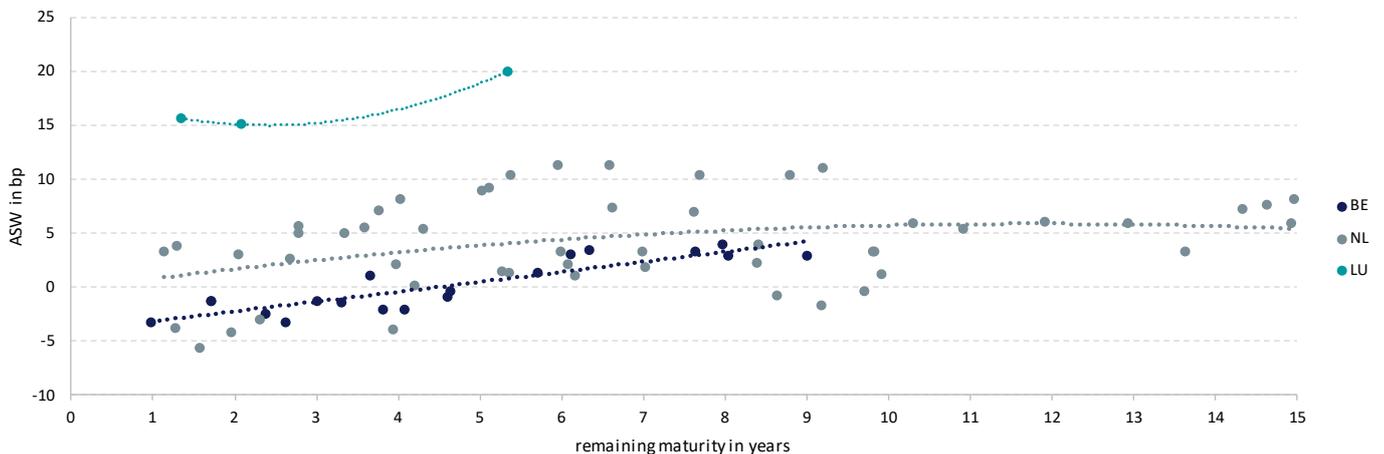
DACH 



France 

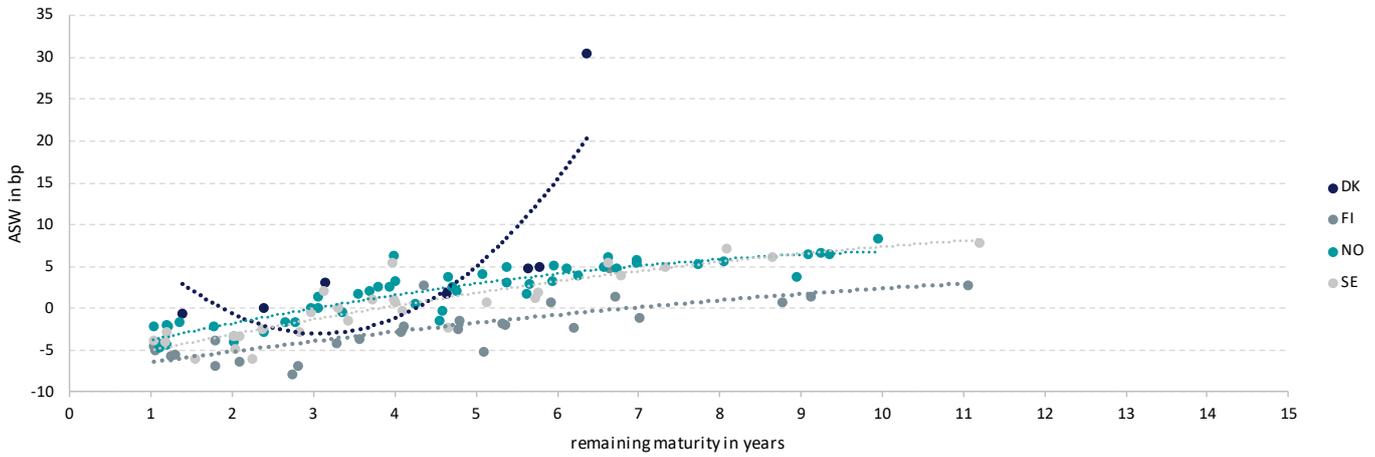


Benelux 

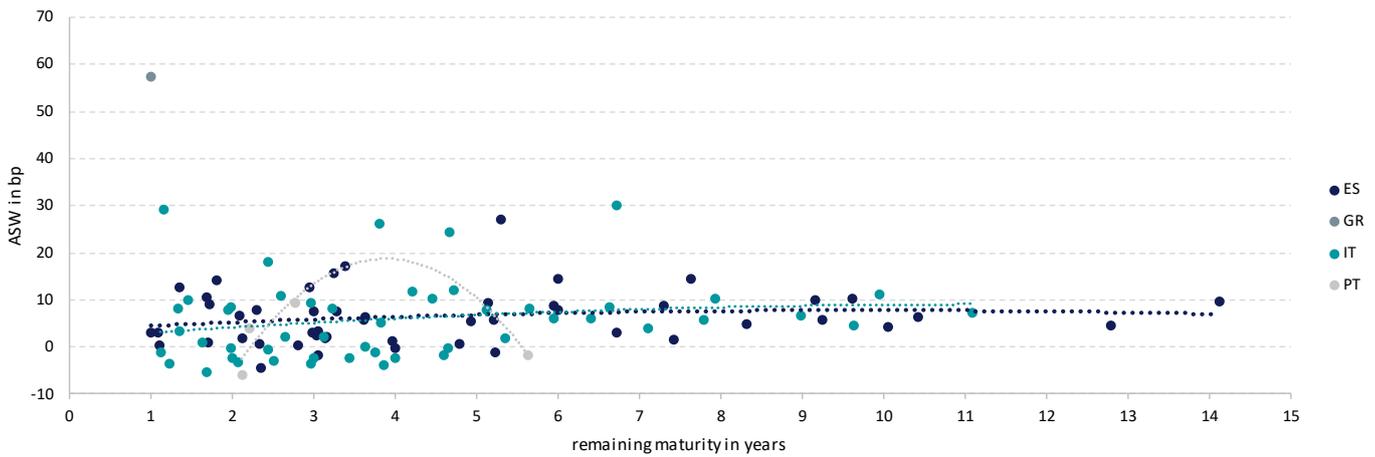


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research ¹Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

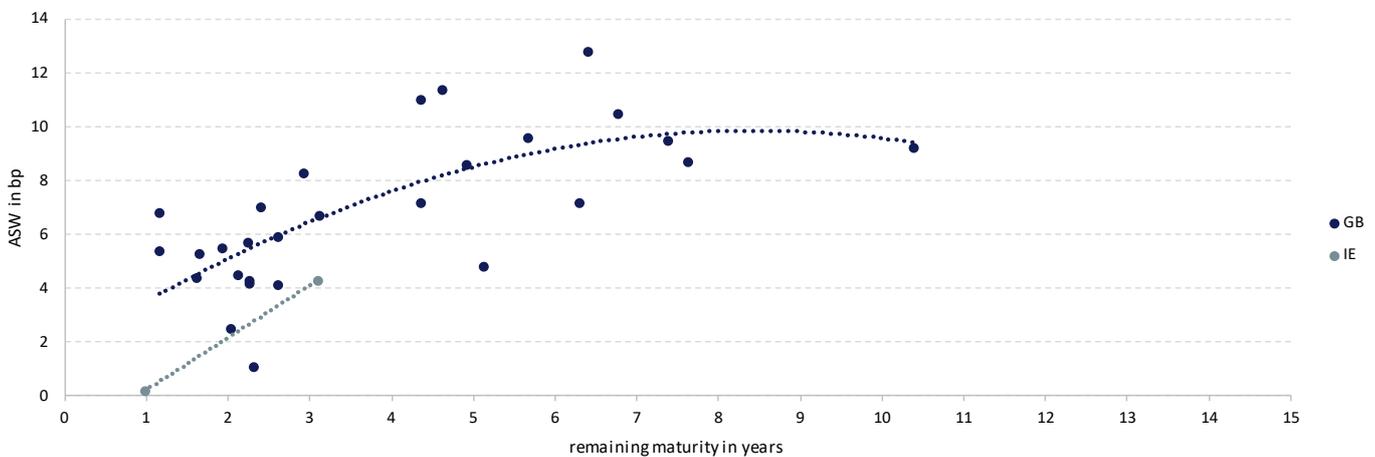
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



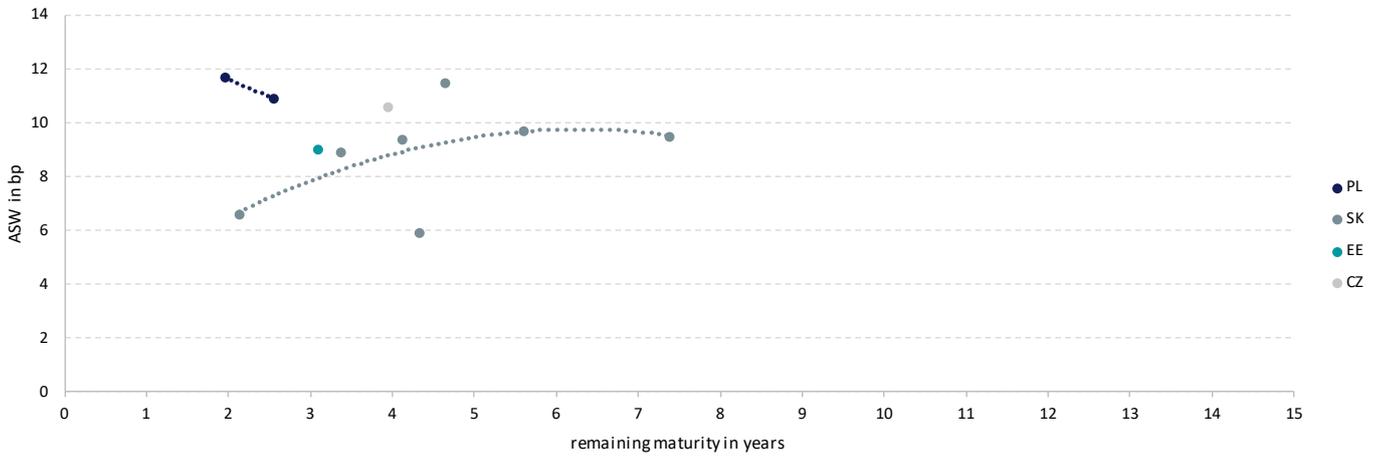
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



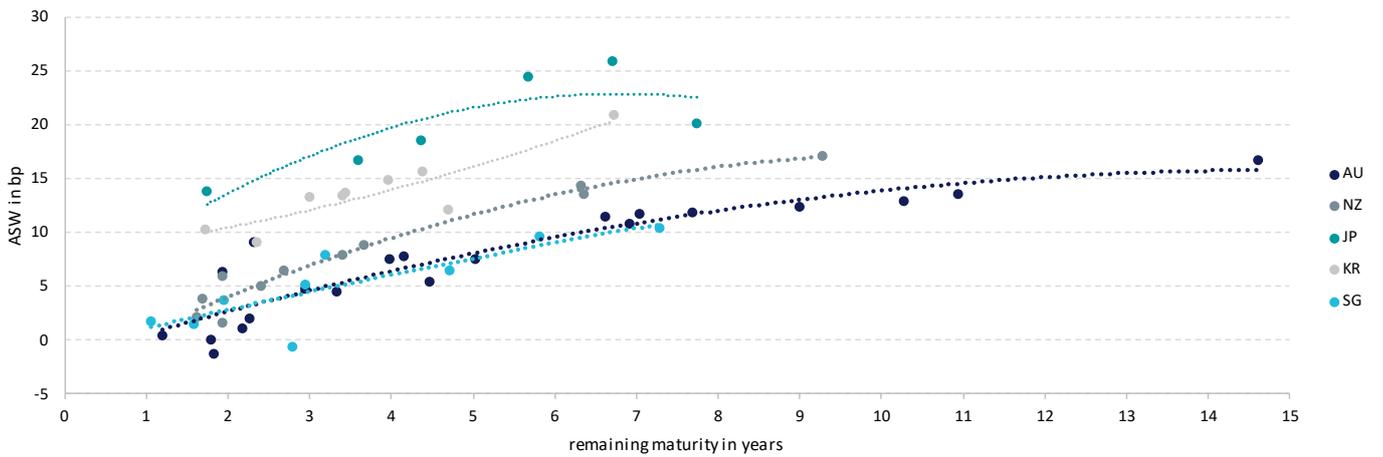
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



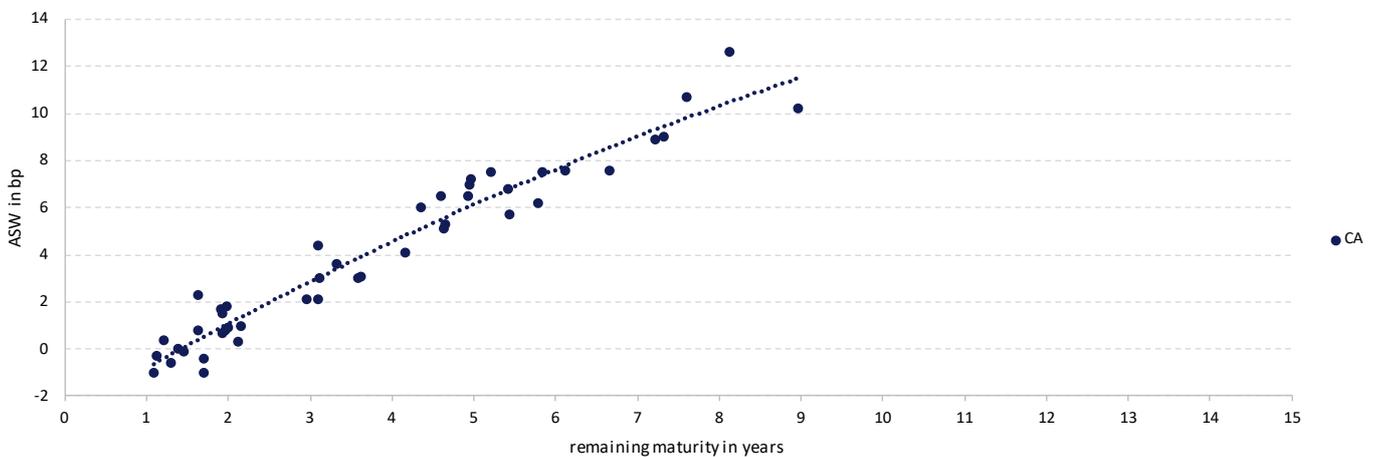
CEE 



APAC 



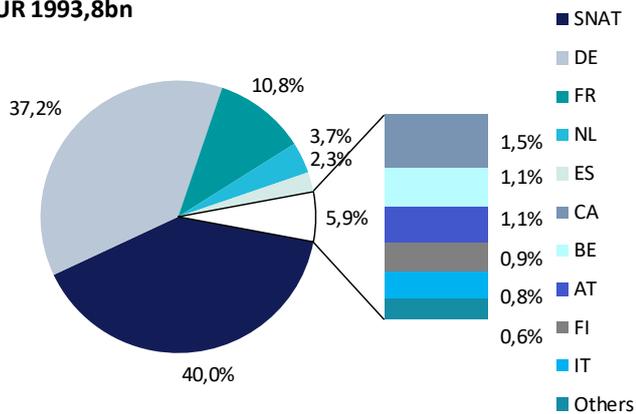
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

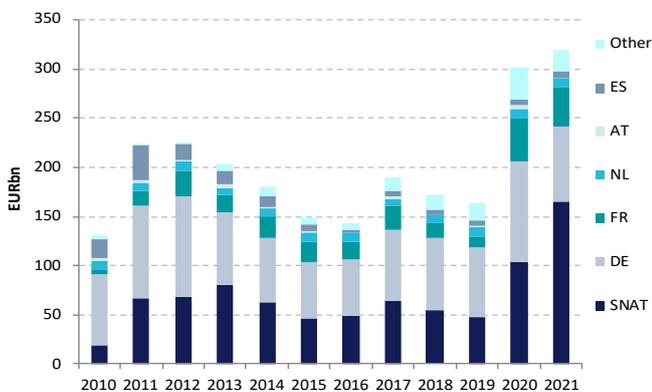
EUR 1993,8bn



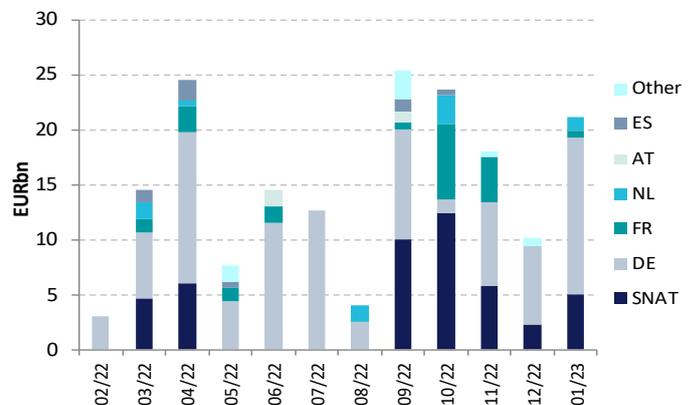
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	798,4	196	4,1	8,7
DE	741,7	574	1,3	6,8
FR	215,7	151	1,4	5,8
NL	73,7	69	1,1	6,7
ES	46,8	59	0,8	4,9
CA	30,7	21	1,5	5,4
BE	21,7	25	0,9	13,6
AT	21,2	23	0,9	4,8
FI	17,1	21	0,8	6,1
IT	15,0	19	0,8	5,4

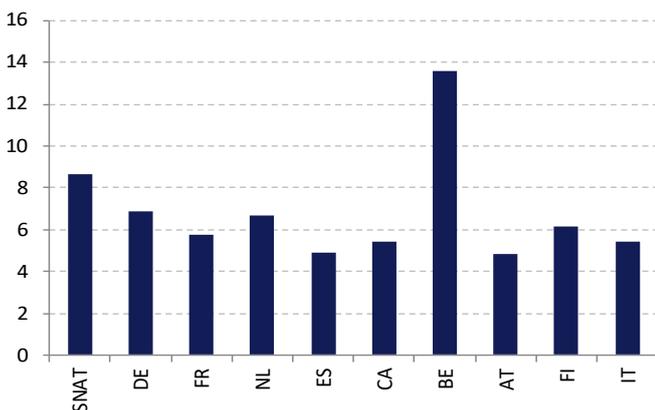
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



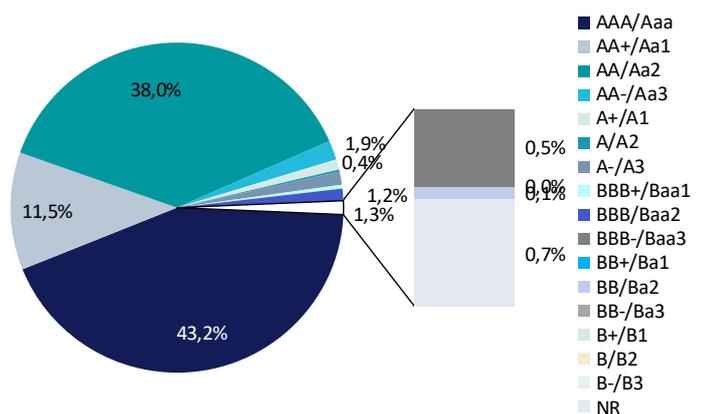
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



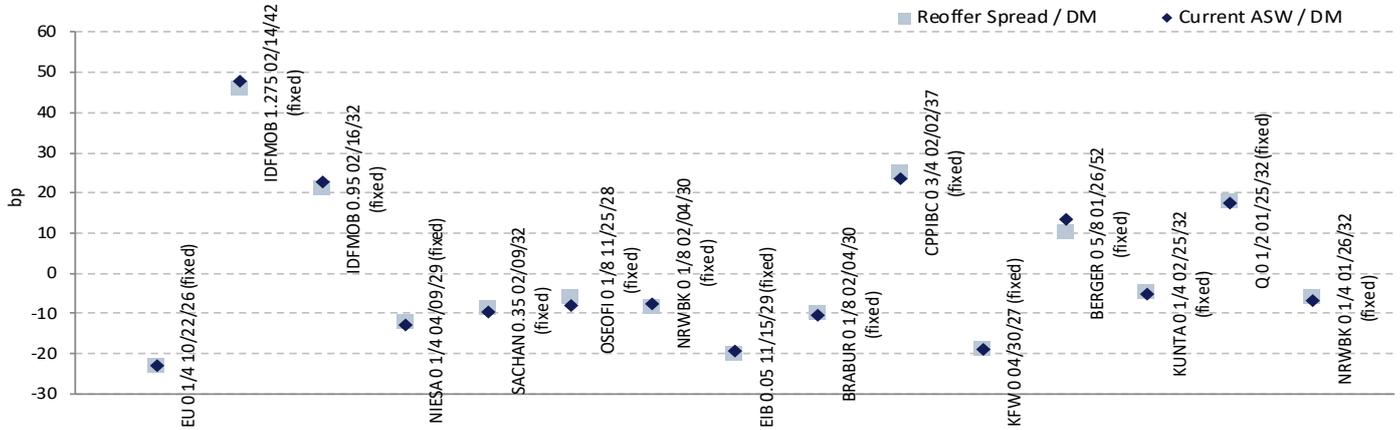
Vol. gew. Modified Duration nach Land



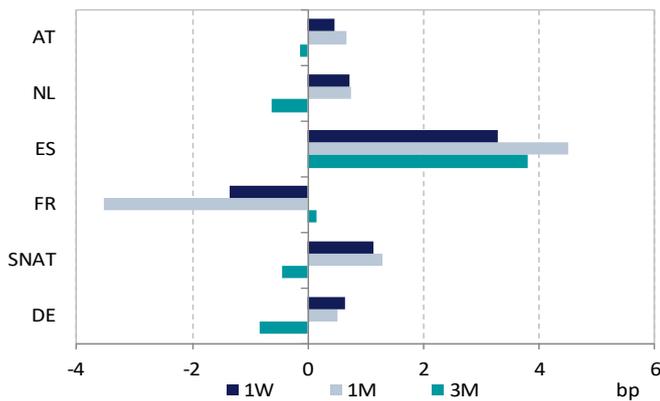
Ratingverteilung (volumengewichtet)



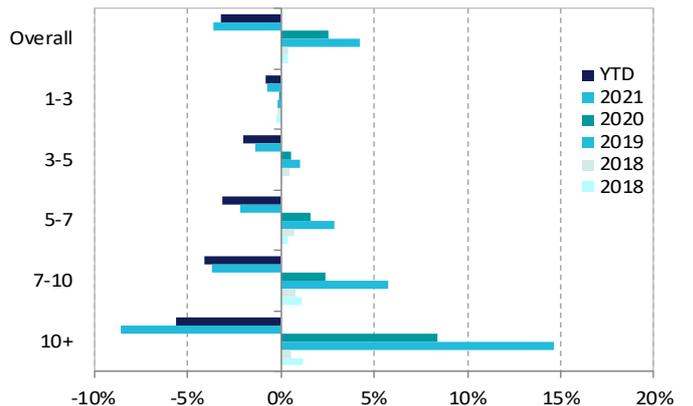
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



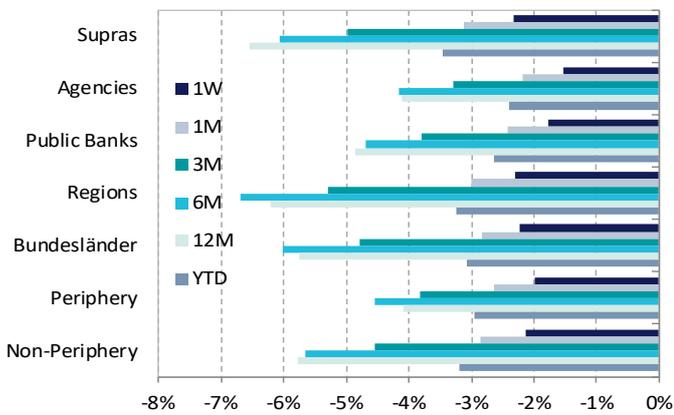
Spreadentwicklung nach Land



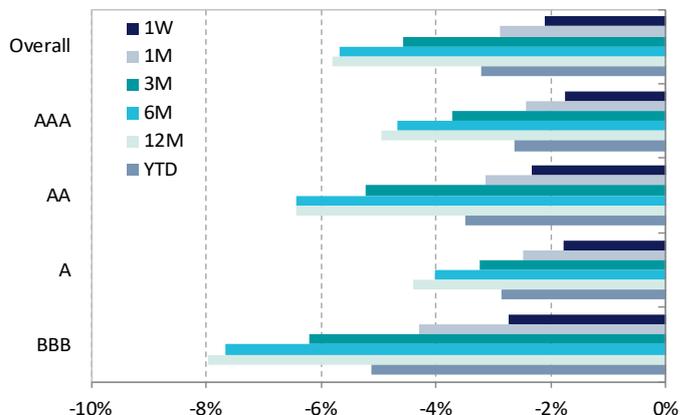
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

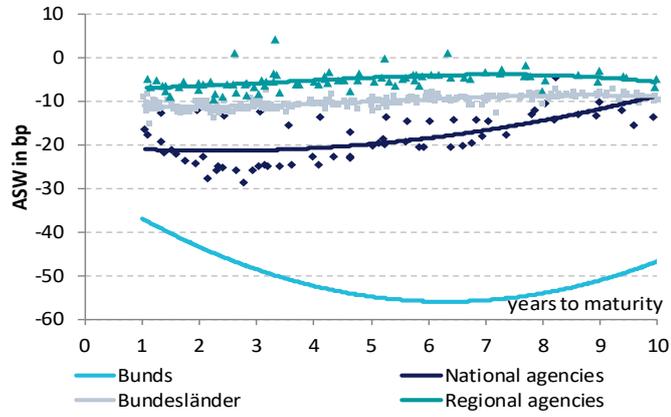


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

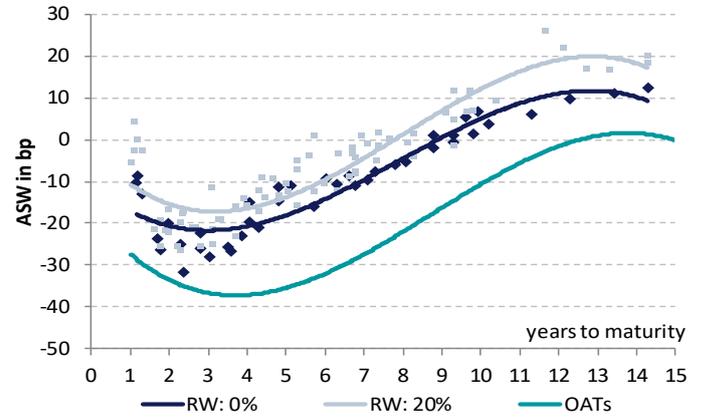


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

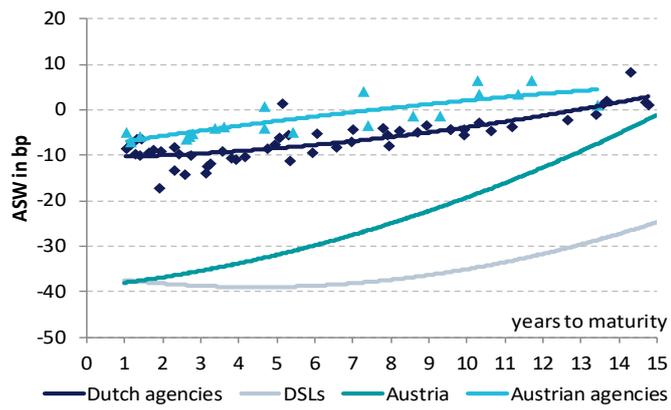
Germany (nach Segmenten)



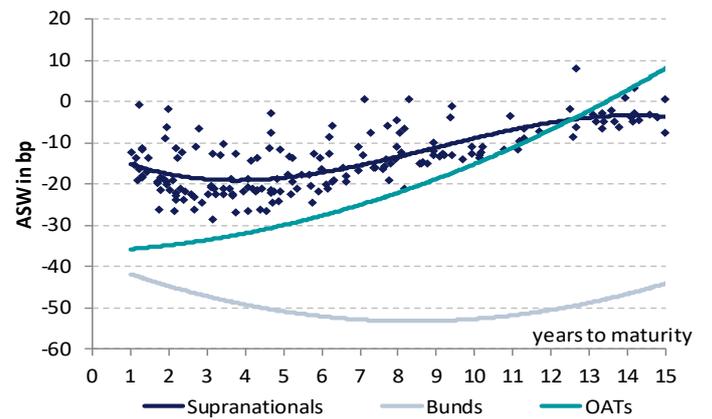
France (nach Risikogewichten)



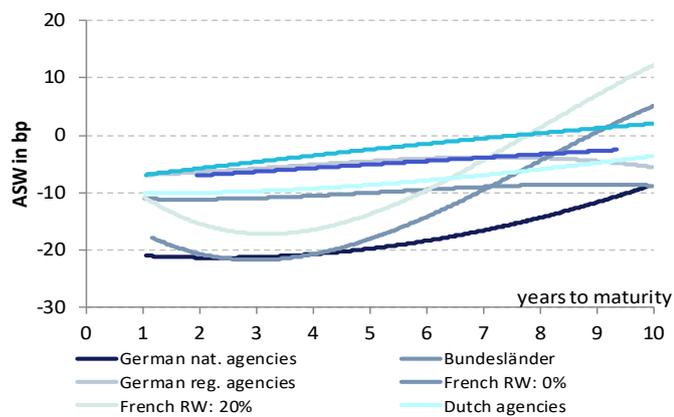
Netherlands & Austria



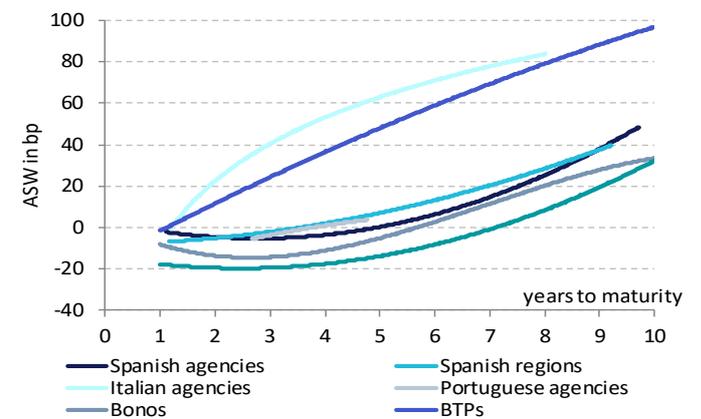
Supranationals



Core



Periphery



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
04/2022 ♦ 02. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Rückblick auf den Januar 2022: Ein Rückfall in alte Muster muss nicht immer schlecht sein Neues Jahr, neues Glück? Weniger Wumms zum Jahresauftakt
03/2022 ♦ 26. Januar	<ul style="list-style-type: none"> Vorschau EZB: 10y Bund testete positive Rendite. Und nun? EUR-Benchmarksegment Kanada: Unsere Angebotsprognose ist bereits hinfällig
02/2022 ♦ 19. Januar	<ul style="list-style-type: none"> EUR-Benchmarksegment im Fokus: Ein Covered Bond-Blick auf Belgien und die Niederlande 24. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2021)
01/2022 ♦ 12. Januar	<ul style="list-style-type: none"> Jahresrückblick 2021 – Covered Bonds Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick SSA-Jahresrückblick 2021: Rekorde über Rekorde
40/2021 ♦ 15. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Vorschau EZB: PEPP am Ende, APP mit Booster?! Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2022 SSA-Ausblick 2022: Öffentliche Hand zwischen EZB & Corona
39/2021 ♦ 08. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Die EZB, ihre Geldpolitik und der Covered Bond-Markt: Eine „Was wäre wenn?“-Überlegung Der Ratingansatz von Moody's
38/2021 ♦ 01. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Vereinigtes Königreich: EUR-Benchmarksegment im Fokus Beyond Bundesländer: Region Pays de la Loire (PDLL)
37/2021 ♦ 24. November	<ul style="list-style-type: none"> Benchmark-Deals abseits des Euro: Wieder mehr Dynamik! Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2021 Beyond Bundesländer: Region Auvergne-Rhône-Alpes (ARA)
36/2021 ♦ 17. November	<ul style="list-style-type: none"> Primärmarktprognose 2022: Zeit für ein Comeback? Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Beyond Bundesländer: Belgische Regionen im Spotlight
35/2021 ♦ 10. November	<ul style="list-style-type: none"> PEPP vor dem rechnerischen Ende – wird APP bald aufgepeppt? Spaniens großer Wurf: Haucht die neue Covered Bond-Gesetzgebung dem Markt neues Leben ein?
34/2021 ♦ 03. November	<ul style="list-style-type: none"> Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: EU-Harmonisierung macht Einfluss bereits geltend Beyond Bundesländer: Spanische Regionen im Spotlight
33/2021 ♦ 27. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Versicherungsunternehmen als Covered Bond-Investoren: Ein Blick auf Solvency II und die EIOPA-Statistik Der Ratingansatz von Scope
32/2021 ♦ 20. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> Vorschau EZB: Zwischenschritt für wegweisenden Dezember? ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2020 Covered Bonds im Kontext des EZB-Sicherheitenrahmenwerks
31/2021 ♦ 22. September	<ul style="list-style-type: none"> Primärmarkt Covered Bonds: „A September to remember“ Ankündigung: Issuer Guide Deutsche Bundesländer 2021

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

Issuer Guide Covered Bonds 2021
Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds
Transparenzvorschrift §28 PfandBG
Transparenzvorschrift §28 PfandBG Sparkassen

SSA/Public Issuers:

Issuer Guide – Deutsche Bundesländer 2021
Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2020
Issuer Guide – Supranationals & Agenices 2019
Issuer Guide – Down Under 2019

Fixed Income:

ESG Update
ESG Reportinganalyse
EZB hält Kurs, legt aber Kohlen nach – PEPP bis 2022 verlängert
EZB legt Notfallprogramm zur Corona-Pandemie auf
EZB reagiert auf Coronarisiken

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Markets Strategy & Floor Research



Melanie Kiene

Covered Bonds

+49 172 169 2633

melanie.kiene@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds

+49 172 354 8977

frederik.kunze@nordlb.de

Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Sales MM/FX	+49 511 9818-9460
Sales Europe	+352 452211-515

Origination & Syndicate

Origination FI	+49 511 9818-6600
Origination Corporates	+49 511 361-2911

Treasury

Collat. Management/Repos	+49 511 9818-9200
Liquidity Management	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650

Trading

Covereds/SSA	+49 511 9818-8040
Financials	+49 511 9818-9490
Governments	+49 511 9818-9660
Länder/Regionen	+49 511 9818-9550
Frequent Issuers	+49 511 9818-9640

Sales Wholesale Customers

Firmenkunden	+49 511 361-4003
Asset Finance	+49 511 361-8150

Disclaimer:

Dieser Report (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der **NORDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB“)** erstellt worden. Die für die **NORD/LB** zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 20, D-60314 Frankfurt am Main, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main. Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland, Australien, Belgien, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Korea, Luxemburg, Neuseeland, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Republik China (Taiwan), Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Thailand, Tschechische Republik, Vereinigtes Königreich, Vietnam und Zypern (nachfolgend als „relevante Personen“ oder „Empfänger“ bezeichnet). Die Inhalte dieser Information werden den Empfängern auf streng vertraulicher Basis gewährt und die Empfänger erklären mit der Entgegennahme dieser Information ihr Einverständnis, diese nicht ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der NORD/LB an Dritte weiterzugeben, ganz oder in Teilen zu kopieren oder in andere Sprachen zu übersetzen und/oder zu reproduzieren. Die in dieser Information untersuchten Werte sind nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf diese Information vertrauen. Insbesondere darf weder diese Information noch eine Kopie hiervon in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

Diese Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Gleichzeitig stellt diese Information eine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar und erfüllt die anwendbaren Bestimmungen dieser Verordnung sowie der Del. VO (EU) 2016/958 sowie des Wertpapierhandelsgesetzes (vgl. hierzu die Zusätzlichen Angaben am Ende dieser Information).

Diese Information ist erstellt worden vom Bereich Markets Strategy & Floor Research, der innerhalb der NORD/LB organisatorisch dem Handelsbereich (Markets) zugeordnet ist und der den Kunden der Bank gegenüber umfangreiche Wertpapierdienstleistungen anbietet. Diesbezüglich können daher zwischen dem Floor Research und dem Handelsbereich Informationen ausgetauscht werden, die ggf. den Inhalt der vorliegenden Information beeinflussen. Vor diesem Hintergrund ist weiterhin nicht auszuschließen, dass die NORD/LB eigene Bestände in den in dieser Information beschriebenen Finanzinstrumente oder von den hierin beschriebenen Emittenten hält, sich an der Emission solcher Finanzinstrumente beteiligt, sonstige Dienstleistungen gegenüber solchen Emittenten erbringt oder andere finanzielle Interessen an diesen Finanzinstrumenten oder Emittenten hat. Es ist ebenfalls nicht auszuschließen, dass die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research indirekt an den Gesamterfolg des Bereiches Markets gebunden ist, eine direkte Verbindung der Vergütung mit Geschäften bei Wertpapierdienstleistungen oder Handelsgebühren ist jedoch untersagt. Vor diesem Hintergrund bestehen potentielle Interessenkonflikte, die die Objektivität der hierin enthaltenen Empfehlungen grds. beeinflussen könnten.

Die NORD/LB hat allerdings umfangreiche Vorkehrungen zum Umgang mit etwaigen Interessenkonflikten und deren Vermeidung getroffen:

Vorkehrungen zum Umgang mit und zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur vertraulichen Behandlung von sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten:

Geschäftsbereiche, die regelmäßig Zugang zu sensiblen und vertraulichen Informationen haben können, werden von der Compliance-Stelle als Vertraulichkeitsbereiche eingestuft und funktional, räumlich und durch dv-technische Maßnahmen von anderen Bereichen getrennt. Der Handelsbereich (Markets) ist als ein solcher Vertraulichkeitsbereich eingestuft. Der Austausch von Informationen zwischen einzelnen Vertraulichkeitsbereichen bedarf der Genehmigung der Compliance-Stelle.

Die Weitergabe vertraulicher Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben kann, wird durch die von den Handels-, Geschäfts- und Abwicklungsabteilungen unabhängige Compliance-Stelle der NORD/LB überwacht. Die Compliance-Stelle kann evtl. erforderliche Handelsverbote und -beschränkungen aussprechen, um sicherzustellen, dass Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben können, nicht missbräuchlich verwendet werden und um zu verhindern, dass vertrauliche Informationen an Bereiche weitergegeben werden, die nur öffentlich zugängliche Informationen verwenden dürfen. Die Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research sind verpflichtet, die Compliance-Stelle über sämtliche (einschließlich externe) Transaktionen zu unterrichten, die sie auf eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten oder im Interesse von Dritten tätigen. Auf diese Weise wird die Compliance-Stelle in die Lage versetzt, jegliche nicht-erlaubten Transaktionen durch diese Mitarbeiter zu identifizieren.

Weitere Informationen hierzu sind unserer Interessenkonflikt-Policy zu entnehmen, die auf Nachfrage bei der Compliance Stelle der NORD/LB erhältlich ist.

Weitere Wichtige Hinweise:

Diese Information und die hierin enthaltenen Angaben wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass diese Information einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine individuelle Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von der NORD/LB für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, kann die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Information geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research der NORD/LB dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Information vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen).

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Information in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Information stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Information stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Information dar. Auf die in dieser Information Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Dementsprechend stellen die in dieser Information enthaltenen Inhalte lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Eine vollständige Beschreibung der Einzelheiten von Finanzinstrumenten oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt der NORD/LB, die insgesamt unter www.nordlb.de heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Information in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs- und Kreditrisikos, politischer Risiken, Zeitwert-, Rohstoff- und Marktrisiken aufweisen. Die Finanzinstrumente können einen plötzlichen und großen Wertverlust bis hin zum Totalverlust des Investments erfahren. Jede Transaktion sollte nur aufgrund einer eigenen Beurteilung der individuellen finanziellen Situation, der Angemessenheit und der Risiken des Investments erfolgen.

Die NORD/LB und mit ihr verbundene Unternehmen können an Geschäften mit den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten oder deren Basiswerte für eigene oder fremde Rechnung beteiligt sein, weitere Finanzinstrumente ausgeben, die gleiche oder ähnliche Ausgestaltungsmerkmale wie die der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente haben sowie Absicherungsgeschäfte zur Absicherung von Positionen vornehmen. Diese Maßnahmen können den Preis der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente beeinflussen.

Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um Derivate handelt, können diese je nach Ausgestaltung zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses einen aus Kundensicht anfänglichen negativen Marktwert beinhalten. Die NORD/LB behält sich weiterhin vor, ihr wirtschaftliches Risiko aus einem mit ihr abgeschlossenen Derivat mittels eines spiegelbildlichen Gegengeschäfts an Dritte in den Markt abzugeben.

Nähere Informationen zu etwaigen Provisionszahlungen, die im Verkaufspreis enthalten sein können, finden Sie in der Broschüre „Kundeninformation zum Wertpapiergeschäft“, die unter www.nordlb.de abrufbar ist.

Die in dieser Information enthaltenen Angaben ersetzen alle vorherigen Versionen einer entsprechenden Information und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information. Zukünftige Versionen dieser Information ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der NORD/LB, die Angaben in dieser Information zu aktualisieren und/oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden. Mit der Verwendung dieser Information erkennt der Empfänger die obigen Bedingungen an.

Die NORD/LB gehört dem Sicherungssystem der Deutschen Sparkassen-Finanzgruppe an. Weitere Informationen erhält der Empfänger unter Nr. 28 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der NORD/LB oder unter www.dsgv.de/sicherungssystem.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

DIE NORD/LB IST KEINE NACH DEM BANKING ACT 1959 OF AUSTRALIA AUTORISIERTE BANK ODER DEPOSIT TAKING INSTITUTION. SIE WIRD NICHT VON DER AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY BEAUFSICHTIGT.

Die NORD/LB bietet mit dieser Information keine persönliche Beratung an und berücksichtigt nicht die Ziele, die finanzielle Situation oder Bedürfnisse des Empfängers (außer zum Zwecke der Bekämpfung von Geldwäsche).

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

Die Bewertung individueller Finanzinstrumente auf der Grundlage der in der Vergangenheit liegenden Erträge ist nicht notwendigerweise ein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Empfänger sollten beachten, dass die verlautbarten Zahlen sich auf vergangene Jahre beziehen.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

Diese Information stellt keinen Prospekt i.S.d. Dänischen Wertpapierrechts dar und dementsprechend besteht keine Verpflichtung, noch ist es unternommen worden, sie bei der Dänischen Finanzaufsichtsbehörde einzureichen oder von ihr genehmigen zu lassen, da diese Information (i) nicht im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt i.S.d. Dänischen Wertpapierhandelsgesetzes oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist oder (ii) im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt unter Berufung auf einen oder mehrere Ausnahmetatbestände von dem Erfordernis der Erstellung und der Herausgabe eines Prospekts nach dem Dänischen Wertpapierhandelsgesetz oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

Es ist empfehlenswert, alle Geschäfts- und Vertragsbedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen genau zu prüfen. Falls notwendig, sollten sich Empfänger dieser Information mit einem Fachmann beraten.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

Die in dieser Information beschriebenen Finanzprodukte dürfen, direkt oder indirekt, Einwohnern der Republik Finnland oder in der Republik Finnland nicht angeboten oder verkauft werden, es sei denn in Übereinstimmung mit den anwendbaren Finnischen Gesetzen und Regelungen. Speziell im Falle von Aktien dürfen diese nicht, direkt oder indirekt, der Öffentlichkeit angeboten oder verkauft werden – wie im Finnischen Wertpapiermarktgesetz (746/2012, in der gültigen Fassung) definiert.

Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich.

Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes, sondern eine Marketingmitteilung dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

Die in dieser Information enthaltenen Informationen beschreiben die Sicht des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und dürfen vom Empfänger nicht verwendet werden, bevor nicht feststeht, dass sie zum Zeitpunkt ihrer Verwendung zutreffend und aktuell sind.

Erträge in der Vergangenheit, Simulationen oder Vorhersagen sind daher kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Investmentfonds haben keine garantierten Erträge und Renditen in der Vergangenheit garantieren keine Erträge in der Zukunft.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

Diese Information enthält allgemeine Informationen und ist nicht auf die Verhältnisse einzelner oder bestimmter Empfänger zugeschnitten. Diese Information ist Teil des Marketingmaterials der NORD/LB.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

Diese Information wurde nicht in Übereinstimmung mit der Verordnung (EU) 2017/1129 (in der gültigen Fassung) betreffend Prospekte (die „Prospektverordnung“) oder aufgrund der Prospektverordnung ergriffenen Maßnahmen oder dem Recht irgendeines Mitgliedsstaates oder EWR-Vertragsstaates, der die Prospektverordnung oder solche Maßnahme umsetzt, erstellt und enthält deswegen nicht alle diejenigen Informationen, die ein Dokument enthalten muss, das entsprechend der Prospektverordnung oder den genannten Bestimmungen erstellt wird.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

Diese Information wird Ihnen lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten für Wertpapiertransaktionen oder Warentermingeschäfte dar. Wenngleich die in dieser Information enthaltenen tatsächlichen Angaben und Informationen Quellen entnommen sind, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich erachten, übernehmen wir keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser tatsächlichen Angaben und Informationen.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

Diese Information wurde allein für Informationszwecke im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Produkten erstellt und ist unter keinen Umständen als ein öffentliches Angebot oder als ein sonstiges (direktes oder indirektes) Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas zu verstehen. Keine Finanzmarktaufsicht oder eine ähnliche Regulierungsbehörde in Kanada hat diese Wertpapiere dem Grunde nach bewertet oder diese Information überprüft und jede entgegenstehende Erklärung stellt ein Vergehen dar. Mögliche Verkaufsbeschränkungen sind ggf. in dem Prospekt oder anderer Dokumentation des betreffenden Produktes enthalten.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

Diese Information wird Ihnen kostenfrei und lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Alle in der Information enthaltenen Inhalte sind Sachinformationen und spiegeln somit weder die Meinung noch die Beurteilung der NORD/LB wider. Die in der Information enthaltenen Informationen dürfen somit nicht als Angebot, Vermarktung, Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes oder Anlageberatung hinsichtlich der in der Information erwähnten Anlageprodukte ausgelegt werden.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:

Unter keinen Umständen stellt diese Information ein individuelles Angebot zum Kauf oder zur Ausgabe oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Abnahme von Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen in Luxemburg dar.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:

Die NORD/LB ist keine in Neuseeland registrierte Bank. Diese Information stellt lediglich eine allgemeine Information dar. Sie berücksichtigt nicht die finanzielle Situation oder Ziele des Empfängers und ist kein persönlicher Finanzberatungsservice („personalized financial adviser service“) gemäß dem Financial Advisers Act 2008.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:

Der Wert Ihres Investments kann schwanken. Erzielte Gewinne in der Vergangenheit bieten keinerlei Garantie für die Zukunft. (De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst).

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:

Keine der in dieser Information enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen.

Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:

Diese Information stellt keine Empfehlung i.S.d. Regelung des Polnischen Finanzministers betreffend Informationen zu Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Aussteller vom 19.10.2005 dar.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:

Diese Information ist nur für institutionelle Kunden gedacht und darf nicht (i) genutzt werden von, (ii) in irgendeiner Form kopiert werden für oder (iii) verbreitet werden an irgendeine andere Art von Investor, insbesondere keinen Privatkunden. Diese Information stellt weder ein Angebot noch den Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von in der Information behandelten Wertpapiere dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Information basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Information, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Republik China (Taiwan):

Diese Information stellt ausschließlich allgemeine Informationen bereit und berücksichtigt nicht die individuellen Interessen und Bedürfnisse, Vermögensverhältnisse und Investitionsziele von Investoren. Die Inhalte der Information sollen nicht als Empfehlung oder Beratung zum Erwerb eines bestimmten Finanzprodukts ausgelegt werden. Investitionsentscheidungen sollen nicht ausschließlich auf Basis dieser Information getroffen werden. Für Investitionsentscheidungen sollten immer eigenständige Beurteilungen vorgenommen werden, die einbeziehen, ob eine Investition den persönlichen Bedürfnissen entspricht. Darüber hinaus sollte für Investitionsentscheidungen professionelle und rechtliche Beratung eingeholt werden.

NORD/LB hat die vorliegende Information mit einer angemessenen Sorgfalt erstellt und vertraut darauf, dass die enthaltenen Informationen am Veröffentlichungsdatum verlässlich und geeignet sind. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für Genauigkeit oder Vollständigkeit gegeben. In dem Maß, in dem die NORD/LB ihre Sorgfaltspflicht als guter Verwalter ausübt wird keine Verantwortung für Fehler, Versäumnisse oder Unrichtigkeiten in der Information übernommen. Die NORD/LB garantiert keine Anlageergebnisse, oder dass die Anwendung einer Strategie die Anlageentwicklung verbessert oder zur Erreichung Ihrer Anlageziele führt.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:

Diese Information stellt keinen Prospekt, kein öffentliches Angebot, kein sonstiges Angebot und keine Aufforderung (und auch keinen Teil davon) zum Erwerb, Verkauf, Zeichnung oder anderen Handel mit Aktien, Bezugsrechten oder anderen Wertpapieren dar. Sie und auch nur Teile davon dürfen nicht zur Grundlage von Verträgen oder Verpflichtungen jeglicher Art gemacht oder hierfür als verlässlich angesehen werden. Diese Information wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt. Jedes Angebot von Wertpapieren erfolgt ausschließlich auf der Grundlage einer anwendbaren Ausnahme von der Prospektspflicht gemäß der EU Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129 und kein Angebot von Wertpapieren erfolgt gegenüber Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion, in der ein solches Angebot vollständig oder teilweise rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

Diese Information wurde nicht von der Bundesbankkommission (übergegangen in die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA am 01.01.2009) genehmigt. Die NORD/LB hält sich an die Vorgaben der Richtlinien der Schweizer Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (in der jeweils gültigen Fassung). Diese Information stellt keinen Ausgabeprospekt gemäß Art. 652a oder Art. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts dar. Diese Information wird allein zu Informationszwecken über die in dieser Information erwähnten Produkte veröffentlicht. Die Produkte sind nicht als Bestandteile einer kollektiven Kapitalanlage gemäß dem Bundesgesetz über Kollektive Kapitalanlagen (CISA) zu qualifizieren und unterliegen daher nicht der Überwachung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

Diese Information richtet sich ausschließlich an zugelassene Anleger („Accredited Investors“) oder institutionelle Anleger („Institutional Investors“) gemäß dem Securities and Futures Act in Singapur. Diese Information ist lediglich zur allgemeinen Verbreitung gedacht. Sie stellt keine Anlageberatung dar und berücksichtigt nicht die konkreten Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse des Empfängers. Die Einholung von Rat durch einen Finanzberater („financial adviser“) in Bezug auf die Geeignetheit des Investmentproduktes unter Berücksichtigung der konkreten Anlageziele, der finanziellen Situation oder der besonderen Bedürfnisse des Empfängers wird empfohlen, bevor der Empfänger sich zum Erwerb des Investmentproduktes verpflichtet.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Die in dieser Information enthaltenen Informationen werden nur auf einer unverbindlichen Basis angeboten und der Autor übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit des Inhalts.

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

Die NORD/LB unterliegt einer teilweisen Regulierung durch die „Financial Conduct Authority“ (FCA) und die „Prudential Regulation Authority“ (PRA). Details über den Umfang der Regulierung durch die FCA und die PRA sind bei der NORD/LB auf Anfrage erhältlich. Diese Information ist „financial promotion“. Empfänger im Vereinigten Königreich sollten wegen möglicher Fragen die Londoner Niederlassung der NORD/LB, Abteilung Investment Banking, Telefon: 0044 / 2079725400, kontaktieren. Ein Investment in Finanzinstrumente, auf die in dieser Information Bezug genommen wurde, kann den Investor einem signifikanten Risiko aussetzen, das gesamte investierte Kapital zu verlieren.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

Diese Information stellt eine Analyse i.S.d. Abschnitts über Begriffsbestimmungen der Zypriotischen Richtlinie D1444-2007-01 (Nr. 426/07) dar. Darüber hinaus wird diese Information nur für Informations- und Werbezwecke zur Verfügung gestellt und stellt keine individuelle Aufforderung oder Angebot zum Verkauf, Kauf oder Zeichnung eines Investmentprodukts dar.

Zusätzliche Angaben

Redaktionsschluss: 9. Februar 2022 08:53h

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte bei der NORD/LB gem. § 85 Abs. 1 WpHG i.V.m. Art. 20 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Art. 5 und 6 der del. Verordnung (EU) 2016/958

Keine

Quellen und Kursangaben

Für die Erstellung der Anlageempfehlungen nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. Wenn in der Information nicht anders angegeben, beziehen sich Kursangaben auf den Schlusskurs des Vortages. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern.

Bewertungsgrundlagen und Aktualisierungsrythmus

Für die Erstellung der Anlageempfehlungen verwenden wir jeweils unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Wertpapieranalyse, quantitative / statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen aus der technischen Information. Hierbei ist zu beachten, dass die Ergebnisse der Information Momentaufnahmen sind und die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Erträge ist. Die Bewertungsgrundlagen können sich jederzeit und unvorhersehbar ändern, was zu abweichenden Urteilen führen kann. Der Empfehlungshorizont liegt bei 6 bis 12 Monaten. Die vorstehende Information wird wöchentlich erstellt. Ein Anspruch des Empfängers auf Veröffentlichung von aktualisierten Informationen besteht nicht. Nähere Angaben zu unseren Bewertungsgrundlagen erhalten Sie unter www.nordlb-pib.de/Bewertungsverfahren.

Empfehlungssystematik

Positiv: Positive Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihtypen oder eine Anleihe des Emittenten.

Neutral: Neutrale Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihtypen oder eine Anleihe des Emittenten.

Negativ: Negative Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihtypen oder eine Anleihe des Emittenten.

Relative Value (RV): Relative Empfehlung gegenüber einem Marktsegment, einem einzelnen Emittenten oder Laufzeitenbereich.

Anteile Empfehlungsstufen (12 Monate)

Positiv: 37%

Neutral: 55%

Negativ: 8%

Empfehlungshistorie (12 Monate)

Eine Übersicht über unsere gesamten Rentenempfehlungen der vergangenen 12 Monate erhalten Sie unter www.nordlb-pib.de/empfehlungsuübersicht_renten. Das Passwort lautet "renten/Liste3".

Emittent / Anleihe	Datum	Empfehlung	Gattung	Anlass
--------------------	-------	------------	---------	--------