

**Pfingsten rückt näher...
Wir pausieren!**

Unsere nächste Wochenpublikation
erscheint am **07. Juni 2023**



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update	11
Stabilitätsrat zur 27. Sitzung zusammengetreten	23
Charts & Figures	
Covered Bonds	28
SSA/Public Issuers	34
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	37
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	39
Ausgaben im Überblick	40
Publikationen im Überblick	41
Ansprechpartner in der NORD/LB	42

Flooranalysten:

Covered Bonds/Banks

Dr. Frederik Kunze
frederik.kunze@nordlb.de

Melanie Kiene, CIAA
melanie.kiene@nordlb.de

Stefan Rahaus
stefan.rahaus@nordlb.de

SSA/Public Issuers

Dr. Norman Rudschuck, CIAA
norman.rudschuck@nordlb.de

Valentin Jansen
valentin.jansen@nordlb.de

Marktüberblick

Covered Bonds

Autor: Melanie Kiene, CIIA

Nach dem Feiertag ist vor dem Feiertag – „volle“ Woche mit reger Primärmarktaktivität

Nachdem am vergangenen Donnerstag Feiertag in vielen Ländern war und der gern genutzte „Brückentag“ einen ruhigen Wochenausklang am Primärmarkt hinterließ, stand das Emissionsfenster am Montag weit geöffnet bzw. die Emittenten in den Startlöchern. Denn gleich am Montag wurden die Emissionen von Aktia Bank (FI), Equitable Bank (CA) und van Lanschot (NL) angekündigt und der KBC Bank platziert. Bevor wir auf die aktuelle Woche näher eingehen, sei noch der Covered Bond der Jyske Bank (EUR 750 Mio., 7y) aus Dänemark von Mittwoch letzter Woche zu nennen, der mit einer anfänglichen Guidance von ms +34bp area in die Vermarktung ging und zu ms +30bp final emittiert wurde. Die aktuelle Woche eröffnete die KBC Bank aus Belgien. Das Institut konnte EUR 750 Mio. zu ms +15bp für fünf Jahre bei Investoren einwerben. Die anfängliche Guidance von ms +17bp area konnte mit Blick auf das Orderbuch (EUR 1,1 Mrd.) um zwei Basispunkte zurückgenommen werden. Am Dienstag folgte mit der ING Belgium gleich ein weiterer Emittent aus unserem Nachbarland. Die zum niederländischen ING Konzern gehörende Tochter sammelte EUR 1,25 Mrd. zu ms +17bp ein (4y, Guidance: ms +19bp area). Das Orderbuch lag bei EUR 1,5 Mrd. Ebenfalls gestern trat die finnische Aktia Bank mit einem Angebot an Investoren heran. Aktia, die ihren ersten Primärmarktauftritt seit Januar 2022 hatte, offerierte EUR 500 Mio. (WNG) mit einer Guidance von ms +21bp area bei vier Jahren Laufzeit. Das Papier wurde nach rund zwei Stunden zu ms +17bp platziert (Orderbuch: EUR 1,1 Mrd.). Mit Blick auf die Primärmarktpipeline rechnen wir auch in den nächsten Tagen mit einem aktiven Primärmarkt.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Equitable Bank	CA	23.05.	XS2629069498	3.0y	0.30bn	ms +52bp	AA / - / -	-
Aktia Bank	FI	23.05.	XS2630109226	4.0y	0.50bn	ms +17bp	- / Aaa / -	-
ING Belgium	BE	23.05.	BE0002947282	4.0y	1.25bn	ms +17bp	AAA / Aaa / -	-
KBC Bank	BE	22.05.	BE0002948298	5.0y	0.75bn	ms +15bp	AAA / Aaa / -	-
Jyske Realkredit	DK	17.05.	DK0009412553	7.1y	0.75bn	ms +30bp	- / - / AAA	-

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

Sekundärmarkt: Spreads stabil, Nachfrage in solidem Maße vorhanden

Auch seit der letzten Ausgabe unserer Wochenstudie war es in Bezug auf die Kundennachfrage relativ ruhig, sodass dies nahezu für den gesamten Monat gilt, wobei die Feiertage hier sicherlich mit reinspielen. Weiterhin sind Bonds mit kurzen Laufzeiten mit Fälligkeiten in 2024 und 2025 stärker gefragt und die Nachfrage übersteigt hier deutlich das Angebot. Im Bereich der dreijährigen Restlaufzeit ist weitaus weniger Nachfrage auszumachen. Die Spreads haben sich zuletzt stabil entwickelt. Neuemissionen konnten vom Markt absorbiert werden und sich leicht einengen.

Achmea wirbt bei Investoren für den Tausch von CPT- in Soft Bullet-Struktur

Die niederländische Achmea Bank offeriert ihren Investoren aktuell ein Tauschangebot für die ausstehenden Covered Bonds mit CPT-Struktur (XS1722558258, XS1953778807, XS2189964773) in Soft Bullet-Struktur. [Abgestimmt werden kann bis 09. Juni](#). Mit den verschiedenen Rückzahlungsstrukturen von Covered Bonds haben wir uns ausführlich im Covered Bond-Fokusartikel „[Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update](#)“ in dieser Ausgabe gewidmet.

Equitable Bank platziert vierte EUR-Subbenchmark

Mit der kanadischen [Equitable Bank](#) betrat das erste Mal in diesem Monat ein Emittent aus Übersee das Parkett. Hervorheben wollen wir die Emission, da es sich um einen aktiven EUR-Subbenchmarkemittenten handelt. Angekündigt wurde die Emission mit einer Guidance von ms +50 bis +52bp bei einer Laufzeit von drei Jahren. Das Konsortium hatte im Vorfeld eine mögliche Benchmark (EUR 500 Mio.) avisiert, bei einem Orderbuch von EUR >300 Mio. lag der finale Spread später bei ms +52bp. Das erwartete Rating geben die Arrangeure mit „AA“ (Fitch) bei einem Emittentenrating von „BBB-“ an. Seit 2021 tritt die Equitable Bank im EUR-Subbenchmarksegment als regelmäßiger Emittent in Erscheinung und kann nunmehr vier Titel im Gesamtvolumen von EUR 1,2 Mrd. vorweisen. Das EUR-Subbenchmarksegment beläuft sich damit insgesamt auf EUR 28,2 Mrd. Alleine in diesem Jahr sind EUR 4,7 Mrd. emittiert worden. Österreich zählt dabei weiterhin mit knapp EUR 1,9 Mrd. an Neuemissionen in 2023 zu den aktivsten Ländern.

Fitch kommentiert starkes Emissionsaufkommen aus Kanada

Die Ratingagentur Fitch hat sich Mitte Mai zum Covered Bond-Emissionsvolumen der kanadischen Banken im I. Quartal 2023 geäußert. Unseren Daten zufolge wurden im laufenden Jahr bis einschließlich 23. Mai 2023 EUR 13,0 Mrd. an EUR-Benchmarkanleihen aus Kanada begeben und davon allein EUR 11,3 Mrd. in den ersten drei Monaten. Das ausstehende Volumen beläuft sich insgesamt auf EUR 88,2 Mrd. Gemessen an den EUR 118,5 Mrd. emittierten EUR-Benchmarks in diesem Jahr, stellt Kanada folglich den drittgrößten Anteil nach Frankreich (EUR 29,7 Mrd.) und Deutschland (EUR 21,8 Mrd.). Fitch sieht in dem relativ hohen Covered Bond-Emissionsvolumen und den dadurch belasteten Assets („Total Assets Pledged“) keine großen Risiken ausgehen, da die kanadische Aufsicht für die Emittenten ein sogenanntes Emissionslimit von 5,5% (Verhältnis der durch Covered Bonds belasteten Assets zu den Total Assets der Bank) definiert hat. Die durchschnittliche Limitauslastung liegt laut Fitch (bezogen auf die von der Agentur gerateten Covered Bond-Programme) bei 3,5% sowie die individuellen Werte je Emittent zwischen 2,5% und 4,8%. Die Performance der kanadischen Deckungsstöcke beschreibt Fitch seit Dezember 2022 als stabil, wenngleich auch in Kanada die Inflation einen negativen Einfluss auf die Verbraucher geltend macht. Für dieses Jahr geht die Agentur von einer Rezession in den USA aus, die auf Kanada ausstrahlen wird und so auch dort die Kreditqualität etwas beeinträchtigen dürfte. Den Ratingausblick für Covered Bonds („stabil“) ließ die Agentur jedoch unangetastet. Schließlich weisen die Programme Puffer gegen mögliche Herabstufungen des Emittenten von ein bis sieben Notches auf. Wir gehen für dieses Jahr noch von rund EUR 4,0 Mrd. an EUR-Benchmarkemissionen aus Kanada aus und haben uns zuletzt im Februar dieses Jahres mit einem [Fokusartikel](#) diesem Teilmarkt gewidmet.

Italienische Banken: Scope sieht nach starkem Q1 gute Vorgabe für das Gesamtjahr 2023

Die Ratingagentur Scope hat die aktuellen Quartalsergebnisse der italienischen Banken genauer analysiert und sieht sich durch die erfreulichen Ergebnisse bei der eigenen Einschätzung zum Kreditprofil der heimischen Banken bestätigt. Unterstützt von der Kombination aus höheren Zinsmargen, Kosteneinsparungen und niedrigeren Rückstellungen für Kreditausfälle gehen die Experten auch in den nächsten Monaten von einer positiven Entwicklung aus. Die von Scope betrachteten Banken erwarten für das Gesamtjahr 2023 ein Wachstum des Nettozinsenertrags von 27% Y/Y nach zuvor prognostizierten 18% Y/Y. Zeitgleich rechnen die Institute nicht mit einem Anstieg der aktuell rekordtiefen Risikokosten. Scope sieht ungeachtet dessen jedoch auch Gefahren, denn eine hohe Inflation und steigende Kreditkosten beeinflussen die Risikotoleranz der Banken und die Kreditnachfrage. So könnte eine sinkende Kreditnachfrage sich wiederum auf die Ertragslage auswirken. Derzeit stabil präsentierten sich bei steigenden Deckungsquoten die Non-Performing Exposure Ratios (NPE). Die Kapitalquoten legten ebenfalls zu, sodass die italienischen Banken laut Scope gegen makroökonomische Unwägbarkeiten ein gesundes Polster aufgebaut haben. Der Preiskampf um Einlagen hat in Italien unterdessen noch nicht eingesetzt. Trotz der anstehenden Fälligkeiten von etwa 45% der ausstehenden TLTRO III-Tender per Ende Juni besteht laut Scope aufgrund von erfolgten „Vorfinanzierungen“ am Kapitalmarkt kaum Emissionsbedarf. Wir rechnen in diesem Jahr aus Italien hingegen noch mit Covered Bond-Emissionen im Volumen von EUR 9,0 Mrd. bei EUR 7,3 Mrd. an Fälligkeiten. Da sich in Italien die Umsetzung der Covered Bond-Richtlinie etwas länger hingezogen hat, bleibt es spannend, wer das Debüt unter dem neuen Gesetzesrahmen geben wird. Dem italienischen Covered Bond-Markt haben wir uns in unserer [Wochenpublikation](#) und kürzlich im The Covered Bond Report „[The Southern European Covered Bond Roundtable 2023](#)“ gewidmet.

vdp: Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen weiterhin niedrig

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) hat in einer [Presseerklärung](#) mitgeteilt, dass die vdp-Mitgliedsinstitute im I. Quartal EUR 25,6 Mrd. an Immobilienfinanzierungsneugeschäft machten. Damit zeigte sich gegenüber dem Vorquartal zwar ein leichtes Plus um 3,2%, doch der Wert hinkt deutlich hinter dem Rekordquartal (I. Quartal 2022) von EUR 49,0 Mrd. her. Damals waren es Vorzieheffekte in Erwartung steigender Zinsen, die zu einem starken Anstieg führten. Begründet wird die nachgelassene Dynamik mit veränderten Rahmenbedingungen infolge des Kriegs in der Ukraine, der Inflation und dem Zinsanstieg. Zudem ist der Prozess der Preisadjustierung auf Käufer- und Verkäuferseite noch nicht abgeschlossen, was zur Zurückhaltung bei Transaktionen führt. Privatkunden fragten im I. Quartal 2023 EUR 16,3 Mrd. an Wohnimmobilienkrediten nach (-4,2% Q/Q). Auf Gewerbeimmobilienfinanzierungen entfielen EUR 9,3 Mrd. (+19,2% Q/Q bzw. -45,0% Y/Y). Gestiegene Renditeanforderungen, Preissteigerungen der letzten Dekade, höhere Finanzierungskosten und Anforderungen an energetische Sanierung etc. haben die relative Attraktivität der Assetklasse Immobilien sinken lassen. Jens Tolckmitt, Hauptgeschäftsführer des vdp, schätzt die Zahlen wie folgt ein: „So lange die gegenwärtige Phase der Unsicherheit über die weitere Preis- und Zinsentwicklung noch nicht abgeschlossen ist, dürfte auch die Nachfrage nach Finanzierungen verhalten bleiben“.

Spanien verabschiedet neues Immobilienrecht und hat dabei die Mieter im Blick

Mitte Mai hat der [spanische Senat](#) einem Maßnahmenpaket zugestimmt, welches es ermöglicht, staatlich in den Bereich des Wohnungswesens, der Sanierung, Regenerierung und Stadterneuerung einzugreifen. Dabei soll vulnerablen Gruppen der Zugang zum Wohnungsmarkt mit erschwinglichen Mieten gewährleistet werden. Das Gesetz sieht hier unter anderem Obergrenzen für Mieten, Steuerzuschläge für leerstehende Häuser und Schutz für Haushalte vor Zwangsräumungen vor. Die Auswirkungen des neuen Gesetzes auf Banken und Verbriefungen schätzt Moody's als negativ ein. Dies wird mit der sinkenden Bereitschaft von Investoren, in den Immobilienmarkt zu investieren, erklärt. Außerdem würde es den Banken erschwert, problematische Vermögensgegenstände zu veräußern sowie die Mietrendite der von Banken gehaltenen Immobilien einschränken und die Erträge (durch etwaige länger auszuhaltende Mietausfälle, da Zwangsräumung oder Verkauf nicht möglich sind) reduzieren. Für Covered Bonds ist dies negativ, da die Verwertungsquoten sinken könnten und das Interesse von Investoren mit Blick auf Wohnimmobilien nachlässt. Ebenfalls in der letzten Woche wurde eine Überarbeitung des Covered Bond-Gesetzes vom Kongress verabschiedet. Diese Änderung in Spanien wertet [Moody's positiv](#) für die Bonds. Der Fälligkeitstest (Acceleration Test) wurde korrigiert, sodass nun der Sachverwalter die Verwaltung des Deckungsstocks und die Bedienung der Bonds bis zu ihrer Fälligkeit übernehmen oder den Deckungsstock und die Covered Bonds auf eine andere Einrichtung übertragen kann, wenn der Wert der Deckungswerte höher ist als der Wert der Bonds. Sollte der Wert des Deckungsvermögens geringer sein als der Wert der Covered Bonds, würde die Fälligkeit der gedeckten Papiere beschleunigt und der Pool liquidiert werden. Im aktuellen Gesetz, gab es Unklarheiten (Fehler), die eine vorzeitige Fälligkeit auch dann wahrscheinlicher machte, wenn das Programm überbesichert ist. Die neue Bestimmung gleicht sich an die bestehenden Rahmenwerke auf anderen EU-Märkten an und verringert das Risiko einer Fälligkeitstellung. Auch der Austausch von Deckungswerten wird nun möglich und die Häufigkeit der Immobilienbewertung wurde mit mindestens einmal jährlich klargestellt. Der spanische Markt für Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat kommt derzeit auf ein Volumen von EUR 73,7 Mrd. (Top 5). In 2023 wurden bereits EUR 7,8 Mrd. emittiert, bis Jahresende rechnen wir noch mit EUR 4,3 Mrd. an Neuemissionen. Die [Jurisdiktion Spanien](#) haben wir Ende 2022 im Rahmen unserer Wochenpublikation genauer betrachtet.

Polen: (Langfristige) Covered Bonds bald regulatorisch angeordnet?

Die polnische Presseagentur (PAP) berichtete kürzlich über die Pläne der polnischen Finanzaufsicht, wonach die heimischen Banken demnächst verstärkt Covered Bonds emittieren könnten. Denn die Regulierungsbehörde (KNF) sieht erhöhte Risiken beim Management der Zinsänderungs- und Liquiditätsrisiken. Als Lösung zur Veränderung der Aktiv-Passiv-Struktur der Banken plant die KNF die Einführung eines neuen Indikators für die langfristige Finanzierung (kurz WFD). Aktuell sind im Vorschlag drei Optionen enthalten: 1) mild bei 20%, 2) moderat bei 40% und 3) restriktiv bei 60%. Bei der milden Option müssten die Banken PLN 14,5 Mrd. (umgerechnet rund EUR 3,2 Mrd.) an gedeckten Schuldverschreibungen emittieren, bei der moderaten Option wären es laut KNF etwa PLN 66,3 Mrd. (ca. EUR 14,7 Mrd.) und bei der dritten Variante PLN 137,0 Mrd. (ca. EUR 30,4 Mrd.) Derzeit nutzen die polnischen Banken für die Refinanzierung meist kurzfristige Einlagen. Die sieben größten Banken würden einen Emissionsbedarf nach dem WFD von 21% auf sich vereinen. Der polnische Covered Bond-Markt zählt mit EUR 1,5 Mrd. zu den kleineren EUR-Benchmarkmärkten. Nach der Fälligkeit im Januar (EUR 0,5 Mrd. PKO Bank) erwarten wir bis Jahresende 2023 noch EUR 1,0 Mrd. an Neuemissionen.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Valentin Jansen

SFIL Geschäftsjahr 2022: Dynamisches Neugeschäft und neue Kooperationen

Die Neuzusagen der Société de Financement Local (Ticker: SFILFR) im Bereich der Förderung von französischen regionalen und lokalen Gebietskörperschaften beliefen sich im vergangenen Geschäftsjahr auf EUR 4,1 Mrd., wovon 37% auf nachhaltige Finanzierungen in den Fokusbereichen Green und Social fielen. Seit der Gründung im Jahr 2013 ist damit ein Kreditvergabevolumen von insgesamt EUR 44,0 Mrd. zu konstatieren. Anfang 2015 beauftragte der französische Staat die SFIL zudem mit dem Aufbau eines öffentlichen Modells zur Gewährung von Exportkrediten nach Vorbild der nordischen Staaten. Das Exportkreditneugeschäft in 2022 summierte sich auf EUR 1,4 Mrd., womit sich das Kreditportfolio in diesem Segment auf insgesamt EUR 6,6 Mrd. ausweitete (Anteil am gesamten SFIL-Kreditportfolio: 11%). Lag die Bilanzsumme im vergangenen Jahr noch bei EUR 64,4 Mrd., war per Jahresende 2022 ein leichter Rückgang auf nunmehr EUR 63,7 Mrd. zu verzeichnen. Außerdem wurde eine neue Partnerschaft mit der Banque des Territoires geschlossen, die im November 2022 in Kraft getreten ist. Sie zielt darauf ab, insbesondere französischen Gebietskörperschaften und Krankenhäusern mehr langfristige Finanzierungen mit festen Zinssätzen und Laufzeiten zwischen 25 und 40 Jahren zur Verfügung zu stellen. Darüber hinaus wurde eine Kooperation mit der Banque Postale geschlossen, um künftig über Sozialdarlehen den öffentlichen Sektor bei der Finanzierung von Investitionen in den Bereichen Gesundheit, Bildung, Sport, Kultur, Entwicklung sowie regionaler Zusammenhalt zu unterstützen. Insgesamt soll auf diese Weise der öffentliche Sektor bei der Bewältigung der sozialen Herausforderungen entlastet werden. Diese Vorgehensweise reflektiert auch der wachsende nachhaltigkeitsbezogene Anteil beim Neugeschäft 2022 (EUR 774,0 Mio.) u.a. in den Fokusbereichen Energieeffizienz, Erneuerbare Energien sowie Wasser- und Abwassermanagement. Auf der Refinanzierungsseite wurden ESG-bezogene Mittel im Volumen von EUR 1,25 Mrd. durch Green und Social Bonds auf Basis des im vergangenen Jahr aktualisierten Green, Social and Sustainability Bond Frameworks eingesammelt. Insgesamt betrug der Anteil dieser Formate rund 9% am gesamten Funding in 2022.

Landesregierung Schleswig-Holstein verabschiedet Eckwerte für den Haushalt 2024

Ende April wurden von der Landesregierung Schleswig-Holstein (Ticker: SCHHOL) die Eckwerte für den Haushalt 2024 inklusive der mehrjährigen Finanzplanung bis zum Jahr 2032 beschlossen. Dabei wurde gegenüber der letzten Finanzplanung sowohl die Einnahme- als auch die Ausgabeseite aktualisiert. Vor dem Hintergrund des anhaltend dynamischen Zinsumfeldes wurden die erwarteten Zinsausgaben für das Jahr 2024 (EUR 650,7 Mio.; 2023: EUR 480,7 Mio.) um insgesamt EUR 170,0 Mio. angehoben. Bis 2032 sollen diese darüber hinaus jährlich im Durchschnitt um rund 10% steigen. Hinzu kommen laut Finanzministerin Monika Heinold inflations- und tarifbedingte Mehrausgaben, steigende Sozialausgaben und ein hoher Investitionsbedarf in Bildung, Digitalisierung, Klimaschutz und Investitionen in die Energiewende. Laut den vorgelegten Haushaltsdaten wird im nächsten Jahr bei den bereinigten Einnahmen mit einem Plus von EUR 199,8 Mio. gerechnet. Der Finanzierungssaldo liegt nach aktueller Schätzung in 2024 bei EUR -130,3 Mio., der erwartete Handlungsbedarf beläuft sich damit auf EUR 370,0 Mio. und erreicht im Kontext der mehrjährigen Finanzplanung im Jahr 2025 mit EUR 586,6 Mio. seinen Höchststand.

IBB Geschäftsjahr 2022: Deutliche Steigerungen im Zins- und Provisionsergebnis

Rückblickend auf ein von multiplen Krisenlagen geprägtes Jahr 2022 hat die Investitionsbank Berlin (Ticker: IBB) nichtsdestotrotz ein Volumen an Finanzierungszusagen von EUR 2,1 Mrd. generieren können. Das Neugeschäft im wichtigsten Geschäftsfeld Immobilien- und Stadtentwicklung lag mit einem Umfang von EUR 1,4 Mrd. (inkl. Zuschüsse) nach eigenen Angaben weit über den geplanten Finanzierungszusagen, jedoch nur leicht über dem Vorjahresergebnis (EUR 1,3 Mrd.). Vor allem das Zinsniveau sowie gestiegene Baukosten infolge des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine haben die Bautätigkeit in der Hauptstadt gedämpft. Die Auswirkungen der im Vergleich zum Vorjahr weiter zugespitzten wirtschaftlichen Unsicherheit zeigten sich vor allem im Geschäftsbereich Wirtschaftsförderung. Dieser konnte an die außerordentliche Vorjahresentwicklung, die durch Sondereffekte aus der Rekommunalisierung des Berliner Stromnetzes (Umfang von EUR 900 Mio.) geprägt war, nicht anknüpfen und weist ein leicht rückläufiges Geschäft aus. Darüber hinaus konnte die IBB die öffentliche Hand durch Kommunaldarlehen bei der Realisierung von Infrastrukturvorhaben im Volumen von EUR 358,0 Mio. unterstützen. Diese Neuzusagen lagen über dem Vorjahresergebnis (2021: EUR 60,6 Mio.) und nach eigenen Angaben deutlich über den Erwartungen. Das neu gegründete Förderfeld Arbeitsmarktförderung ist in 2022 an den Start gegangen und hat zum Jahresende bereits erste Finanzierungszusagen von EUR 8,5 Mio. ausgesprochen. Diese verteilen sich auf zwei Programme: I. Förderprogramm „Orientierung und Qualifizierung für Frauen“ sowie II. „Grundbildung gering literalisierter Erwachsener“. Mit Blick auf die Ertragslage haben sich das Zinsergebnis von EUR 203,7 Mio. (2021: EUR 197,2 Mio.; +21,6% Y/Y) sowie das Provisionsergebnis mit EUR 17,4 Mio. (2021: EUR 11,7 Mio.; +48,7%) teils deutlich im Vorjahresvergleich erhöht. Der Anstieg im Provisionsergebnis resultierte laut IBB aus Kostenerstattungen des Landes für die Erbringung von Dienstleistungen, wozu u.a. Soforthilfen im Rahmen der Coronapandemie sowie die Durchführung der Arbeitsmarktförderung zählte. Erstmals emittierte die IBB zudem in 2022 einen Social Bond mit einer Emissionsgröße von EUR 500 Mio. mit fünfjähriger Laufzeit auf Basis des ebenfalls in 2022 aktualisierten Social Bond Frameworks.

FMO und niederländischer Staat aktualisieren vertragliche Beziehungen

Der niederländische Staat und die nationale Entwicklungsförderbank Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO; Ticker: NEDFIN) haben am 01. April ihre vertraglichen Beziehungen im „[Agreement State – FMO 2023](#)“ (Overeenkomst Staat) aktualisiert, was zuletzt im Jahr 2009 geschah. Mit der Neuauflage soll in erster Linie sichergestellt werden, dass das Abkommen mit der FMO, welches im Wesentlichen die beiden Haftungsmechanismen I. Financial Security Obligation (Art. 4) sowie II. Maintenance Obligation (Art. 5) regelt, auch weiterhin mit der staatlichen Unterstützungspolitik abgestimmt ist. An den Haftungsmechanismen selbst gab es keine Änderungen. Ebenso blieben die Ratings unverändert, wie die Ratingagenturen [Fitch](#) und [S&P](#) (in beiden Fällen AAA bei stabilem Ausblick) jeweils separat mitteilten, welche in der Neuauflage zudem eine Stärkung der Rolle der FMO in der Entwicklungsförderung im Namen des niederländischen Staates sehen. Neu eingeführt wurde hingegen eine Obergrenze für Verbindlichkeiten, welche derzeit USD 16 Mrd. beträgt, womit der Staat eine langfristige Planbarkeit des potenziellen Umfangs der korrespondierenden Verpflichtungen erhalten soll. Laut Emittent umfasst die Obergrenze allerdings etwa das Dreifache des derzeit am Kapitalmarkt ausstehenden Volumens. Neu ist darüber hinaus, dass fortan eine feste jährliche Prämie an den Staat zu entrichten ist, um diesen für das Haftungsrisiko zu entschädigen. Diese soll laut FMO allerdings lediglich einen Umfang von weniger als 1% des „historical average net profit“ haben. Die Neuauflage tritt am 01. Juli 2023 auf unbestimmte Zeit in Kraft.

AFD: Anteil nachhaltiger Emissionen am Funding 2022 bei 47% (EUR 4,5 Mrd.)

Die Agence Française de Développement (AFD; Ticker: AGFRNC) hat als Hauptinstrument des französischen Staates zur Förderung von Entwicklungsländern und Überseegebieten im vergangenen Jahr mehr als 1.100 Projekte finanziert und damit ein Neugeschäftsvolumen von rund EUR 12,3 Mrd. generiert. Geografisch betrachtet entfällt mit EUR 5,5 Mrd. etwa 45% des Volumens auf Initiativen auf dem afrikanischen Kontinent. Daneben wurden beispielsweise auch der ukrainischen Regierung Soforthilfen geleistet. Die Tochtergesellschaften der AFD leisteten in Summe einen Beitrag von EUR 2,7 Mrd. zum Förderneugeschäft, wovon der Großteil (EUR 2,3 Mrd.) auf Proparco entfiel, welche mit der Förderung des privaten Sektors beauftragt ist – etwa die Hälfte dessen entfiel dabei ebenfalls auf Afrika, zumeist auf Kleinstunternehmen. Der Förderauftrag der AFD erstreckt sich darüber hinaus auf zahlreiche Bereiche wie etwa Infrastruktur, Wasser und sanitäre Anlagen, Klima und Umwelt oder Landwirtschaft. Im Januar vergangenen Jahres wurde die Expertise France, als Frankreichs öffentliche Agentur für internationale Zusammenarbeit, in die AFD integriert. Im abgelaufenen Geschäftsjahr unterzeichnete diese bereits Projekte im Volumen von EUR 400 Mio., womit sich die Größe der Expertise France im Vergleich zu 2015 bereits verdreifachte (Bilanzsumme per Jahresende 2022: EUR 814 Mio.). Auch hier entfiel geografisch der größte Anteil der Neuzusagen auf Afrika (65%). Hervorgehoben wird in diesem Kontext zudem, dass 62% im Themenfeld Geschlechtergleichstellung verortet sind sowie gleichzeitig 65% zur Bekämpfung des Klimawandels beitragen. Auf die AFD entfallen zudem etwa 30% der Entwicklungshilfen des französischen Staates sowie 80% der Beiträge zur Klimaaagenda United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC). Die Bilanzsumme stieg im Vorjahresvergleich um EUR 7,8 Mrd. auf EUR 64,7 Mrd. Auf der Refinanzierungsseite stand zum Bilanzstichtag 31.12.2022 ein Volumen von EUR 44,4 Mrd. am Kapitalmarkt aus, womit im Vorjahresvergleich ein leichter Rückgang von rund EUR 480 Mio. zu verzeichnen war. Am Primärmarkt wurden in 2022 durch 27 Emissionen insgesamt EUR 9,6 Mrd. eingesammelt, davon 17 auf die Gemeinschaftswährung lautend (insgesamt EUR 5,1 Mrd.) sowie sechs Transaktionen in USD (USD 3,7 Mrd.). Daneben wurde das Funding über GBP, CNH sowie DOP (Dominikanischer Peso) diversifiziert. Der Schwerpunktsetzung im Bereich Nachhaltigkeit folgend entfielen EUR 4,5 Mrd. (47%) des Refinanzierungsvolumens der Entwicklungsförderbank auf Emissionen mit ESG-Bezug.

Fitch hebt Rating der autonomen Gemeinschaft Madrid auf BBB+ (Ausblick stabil)

Die spanische autonome Gemeinschaft Madrid (Ticker: MADRID) wurde Ende April von der Ratingagentur Fitch in der Bonitätsstufe von BBB (Ausblick positiv) auf BBB+ (Ausblick stabil) angehoben. Als maßgeblich wird vor allem die sich anhaltend verbessernde Verschuldungssituation bezeichnet. Auch das sozioökonomische Profil der Region gepaart mit der weitgehenden Steuerautonomie sind wichtige Faktoren. Wie auch andere autonome Gemeinschaften Spaniens kann Madrid die Einnahmen aus der Einkommenssteuer (etwa 60% der operativen Einkünfte im Jahr 2022) und eigens erhobene Steuern (14%) im Rahmen des spanischen institutionellen Rahmens uneingeschränkt verwenden. Das nationale Haushaltsstabilitätsgesetz ermöglicht es der spanischen Zentralregierung darüber hinaus weite Teile der Ausgaben der Regionalverwaltungen zu beeinflussen und wurde in den letzten Jahren verschärft. Die Regelungen zur Verschuldung tragen zur Stabilität der regionalen Haushalte bei und haben zu einem allmählichen Abbau des Haushaltsdefizits Madrids geführt. Fitch betont daher die konservative Schuldenstruktur der Region, wobei der Anteil der kurzfristigen Passiva bei weniger als 1% liegt. So ist die durchschnittliche Laufzeit aller Verbindlichkeiten mit 8,2 Jahren vergleichsweise lang. Zudem wird auf Madrids soliden Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verwiesen.

Primärmarkt

Abgesehen von der Mandatierung der Export-Importbank of Korea für eine unbesicherte EUR-Anleihe (voraussichtliche Laufzeit zwischen drei und sieben Jahren) am vergangenen Mittwoch wurde das Ende der Primärmarktwoche nebst dem Feiertag am Donnerstag spätestens am Freitag mit dem sicherlich vielerorts genutzten „Brückentag“ eingeläutet. So hatten wir an diesen beiden Tagen keine Deals zu kommentieren, dafür mandatierten am Montag bereits CDCEPS, AGFRNC, NRWKB sowie BRABUR. Zudem berichteten wir in unserer letzten Wochenausgabe bereits von der Mandatierung des Landes NRW für eine bevorstehende Nachhaltigkeitsanleihe und damit verbundene Investorencalls, doch in der von uns betrachteten Handelswoche blieb es seither ruhig um den Emittenten. Auf Basis des halbjährlich veröffentlichten Fundingplans führte die EU zum Wochenbeginn zwei Anleiheauktionen durch: In die EU 0,0% 04/10/2028 flossen dabei weitere EUR 2,0 Mrd., sodass das neue ausstehende Volumen der Anleihe fortan EUR 17,8 Mrd. beträgt. Der zweite Tap im Volumen von EUR 2,4 Mrd. bezog sich auf die EU 3,3% 04/07/2034, womit nunmehr EUR 8,4 Mrd. ausstehen. Am Dienstag gingen die Vortags mandatierten Deals in die Vermarktungsphase: Mit einem Sustainable Bond in der Emissionsgröße von EUR 500 Mio. WNG (fünfjährige Laufzeit) ging die CDC mit frischer ESG-Ware auf ihre Investorenschaft zu. Nach einer anfänglichen Guidance von OAT +30bp area konnte das finale Pricing um drei Basispunkte einengen. Infolge des gut gefüllten Orderbuchs von in der Spitze mehr als EUR 2,9 Mrd. erreichte der Deal eine Überzeichnungsquote von 5,8x. Ebenfalls aus Frankreich sorgte die staatliche Entwicklungsförderbank AFD mit einer EUR-Benchmark im Umfang von EUR 2,0 Mrd. für Nachschub, welche nach einer Guidance von OAT +43bp final um zwei Basispunkte enger gepreist wurde. Mit einer Nachfrage im Volumen von mehr als EUR 7,9 Mrd. stand zudem eine Überzeichnungsquote von rund 4,0x zu Buche. Aus dem Segment der deutschen Förderbanken sammelte die NRWKB EUR 2,0 Mrd. (Green Bond) bei einer siebenjährigen Laufzeit ein. In der Vermarktungsphase konnte der Bond gegenüber der anfänglichen Guidance von MS flat area um zwei Basispunkte enger gepreist werden (Orderbuch: EUR 1,7 Mrd.). Von den deutschen Bundesländern konnten wir BRABUR – nach erfolgter Mandatierung am Montag – am Primärmarkt ausmachen. Im Floater-Format wechselten EUR 500 Mio. bei einer Laufzeit von vier Jahren zu 6mE -20bp die Besitzer. Ein Tightening, während die Orderbücher (EUR 530 Mio. in der Spitze) geöffnet waren, gab es nicht. Darüber hinaus mandatierte am gestrigen Dienstag die AFL für eine Anleihe im Volumen von EUR 500 Mio. WNG am langen Ende bei 15-jähriger Laufzeit. Ebenfalls aus Frankreich mandatierte die Dexia Crédit Local (Ticker: DEXGRP) für einen Bond im EUR-Benchmarkformat und einer Laufzeit von fünf Jahren.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
BRABUR	DE	22.05.	DE000A30V6W9	4.0y	0.50bn	6mE -20bp	- / Aaa / -	-
NRWBK	DE	22.05.	DE000NWB0AU2	7.0y	1.00bn	ms -2bp	AAA / - / AA	X
AGFRNC	FR	22.05.	FR001400I822	10.0y	2.00bn	ms +35bp	AA- / - / AA	-
CDCEPS	FR	22.05.	FR001400I3M4	5.0y	0.50bn	ms -12bp	- / Aa2 / AA	X

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

Covered Bonds

Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update

Autor: Dr. Frederik Kunze

Rückzahlungsstrukturen für Covered Bonds

Die 2022 erfolgte Umsetzung der Covered Bond-Richtlinie in die nationalen Gesetzgebungen der Jurisdiktionen im Europäischen Wirtschaftsraum hat auch im Hinblick auf die zur Anwendung kommenden Rückzahlungsstrukturen ihren Einfluss am Covered Bond-Markt geltend gemacht. Die Richtlinie hat schließlich den nationalen Gesetzgebern ein Wahlrecht eingeräumt, Fälligkeitsverschiebungen im offiziellen Rahmenwerk für Covered Bonds zu verankern. Sofern im Kontext der Normensetzung die Möglichkeit zur Fälligkeitsverschiebung aufgenommen wurde, war damit zudem die Anforderung verbunden, objektive Auslöser für die Verschiebung der Fälligkeit im Gesetzesrahmen zu definieren. Da bei der Umsetzung des relevanten Richtlinienartikels in die nationalen Gesetzgebungen durch die jeweiligen Gesetzgeber kein einheitliches Vorgehen gewählt wurde, bleibt der europäische Covered Bond-Markt hier durchaus heterogen. Für Investoren, die in einer grundsätzlichen Betrachtung den spätmöglichen Rückzahlungstermin ihres Investments im Auge haben, bringt die Umsetzung der Richtlinie nach unserem Dafürhalten den klaren Vorteil mit, dass die gesetzliche Verankerung von Auslösern der Fälligkeitsverschiebung ein höheres Maß an Objektivität verschafft, obwohl die nationalen Umsetzungen unterschiedlich ausfallen. Die Möglichkeit für Verschiebungen des Fälligkeitstermins in Verbindung mit konkreten Auslösern war bisher meist in den Programmdokumentationen der betroffenen Bonds bzw. Emissionsprogrammen verankert. Die Umsetzung der Richtlinienvorgaben begünstigt unserer Beobachtung folgend eine Fortsetzung der Entwicklung, nach der in der Vergangenheit üblicherweise auf Hard Bullet-Strukturen zurückgegriffen wurde und sich nunmehr Soft Bullet-Strukturen als die am häufigsten gewählte Form für EUR-Benchmarks etabliert haben. Darüber hinaus treten auch weiterhin vereinzelt Bonds mit einer so genannten Conditional Pass-Through-Struktur (CPT) am Markt auf. Im Rahmen dieser Ausgabe stellen wir zunächst die genutzten Strukturen vor und geben anschließend einen Überblick über die aktuelle Gewichtung dieser Rückzahlungsstrukturen im EUR-Benchmarksegment.

Grundsätzliche Überlegungen zur Fälligkeitsverschiebung

Ziel der Fälligkeitsverschiebung ist es, Möglichkeiten zu schaffen, Risiken, welche sich aus Fristeninkongruenzen und potenziellen Liquiditätsengpässen ergeben, entgegenzuwirken. Um diese Mitigationmöglichkeit im Grundsatz zu schaffen, sieht auch die Covered Bond-Richtlinie, wie eingangs erwähnt, vor, dass es den verantwortlichen nationalen Instanzen freigestellt wird, verlängerbare Laufzeitstrukturen zu erlauben. Sind diese zugelassen, ist für diese Strukturen das Ereignis, welches die Verlängerung bzw. Verschiebung der Fälligkeit auslöst, maßgeblich. Dieses „Trigger Event“ war bereits vor der Richtlinienumsetzung von Relevanz, wenngleich nicht gesetzlich verankert (vgl. nachfolgenden Absatz zu den Soft Bullet-Strukturen). Grundsätzlich gilt, dass den Bondinvestoren detaillierte Informationen bezüglich des Triggers, der Auswirkungen auf die Laufzeitstruktur im Falle der Zahlungsunfähigkeit sowie der Rolle der Aufsichtsbehörde und des Treuhänders im Zuge einer Laufzeitverlängerung zur Verfügung gestellt werden. Ausgehend von dem „alten Marktstandard“ der „Hard Bullets“ stellen wir nachfolgend die unterschiedlichen Ansätze vor.

Hard Bullet-Strukturen: Keine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung

Hard Bullet-Strukturen galten bis vor wenigen Jahren als Marktusance mit Blick auf die Rückzahlungsmodalität bei Covered Bonds. Sofern ein Emittent nicht in der Lage ist, seinen ausstehenden Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, erhalten Investoren – unabhängig von der gewählten Rückzahlungsstruktur – aufgrund des Dual Recourse-Mechanismus über den Trustee bzw. Sachwalter Zugriff auf den Deckungsstock des Covered Bond-Programms. Sofern die Tilgung einer Emission ansteht und die vorhandenen Zahlungsmittel nicht ausreichen, um diese zu bedienen und auf andere Weise keine Liquiditätsgenerierung möglich ist, kommt es unter einer Hard Bullet-Struktur zur Veräußerung der Sicherheiten im Pool. Investoren können hierdurch einerseits eine zeitnahe Rückzahlung erwarten, andererseits ist diese mit dem Risiko verbunden, dass Abschlüsse auf die Marktwerte der Cover Assets hinzunehmen sind und im äußersten Fall der vollständige Rückzahlungsbetrag durch den Veräußerungserlös nicht gedeckt ist.

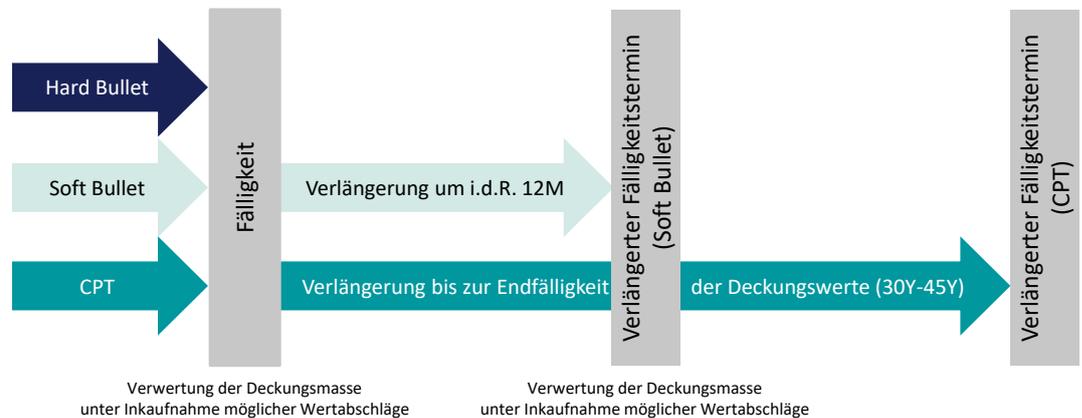
Soft Bullet-Strukturen: Laufzeitverlängerung durch Trigger Events

Um diesem Risiko entgegenzuwirken, existieren Soft Bullet- und seltener auch CPT-Strukturen. Sofern die Bedienung der Investorenansprüche zur ursprünglichen Fälligkeit möglich ist, ergeben sich für Investoren keine Unterschiede zwischen den drei Rückzahlungsstrukturen. Da es ohne die Richtlinie keine grundsätzlichen Vorgaben zu den „Trigger Events“ zur Auslösung der Fälligkeitsverschiebungen gab, haben sich bei den Emittenten aus jenen Jurisdiktionen, welche eine Fälligkeitsverschiebung nicht ausgeschlossen hatten, regelmäßig spezifische Angaben in den Programmdokumentationen und Final Terms wiedergefunden. Am Markt haben sich verschiedene Ansätze für diese Trigger herausgebildet. Beispiele für verschiedene Modelle innerhalb der Soft Bullet-Variante sind (i) die Insolvenz des Emittenten und die Verschiebung der Tilgung auf einen späteren Rückzahlungstermin durch einen unabhängigen Treuhänder oder (ii) die Verlegung des ursprünglichen Rückzahlungstermins durch den Emittenten. Hinsichtlich des möglichen Verlängerungszeitraums hat sich unter den Soft Bullet-Strukturen in den meisten Fällen eine Laufzeitverschiebung von zwölf Monaten etabliert. Zinszahlungen während der Laufzeitverlängerung basieren zu einem Großteil auf dem 1M- bzw. 3M-Euribor zuzüglich eines Auf- bzw. Abschlags, werden zum Teil aber auch als fixer Kupon definiert. Erst mit den nationalen Umsetzungen der Covered Bond-Richtlinie wurden die Trigger Events in den europäischen Mitgliedstaaten nun ebenfalls gesetzlich verankert. Doch auch dort sind deutliche Unterschiede auszumachen. In der weiter untenstehenden Tabelle fassen wir die Auslöser zusammen.

Conditional-Pass-Through-Strukturen: Ungewisse tatsächliche Endfälligkeit

Eine deutlich längere Verschiebung des ursprünglichen Rückzahlungstermins kann bei Bonds, welche mit einer CPT-Struktur ausgestattet sind, auftreten. Gleichzeitig wird das Refinanzierungsrisiko hierdurch auf ein Minimum reduziert. Im Unterschied zur Soft Bullet-Struktur werden nach dem Auslösen der Pass-Through-Struktur (für die es, ähnlich wie bei Soft Bullets, keine einheitlichen Trigger Events gibt) die Tilgungen der ausstehenden Covered Bond-Emissionen zum einen in Abhängigkeit der aus den zugehörigen Deckungswerten generierten Inflows geleistet, zum anderen aber auch durch die Veräußerung von Deckungswerten, sofern dies zu adäquaten Marktpreisen erfolgen kann. Im Unterschied zur Soft Bullet-Struktur lässt sich jedoch ex ante nicht bestimmen, zu welchem Zeitpunkt Investoren eine Bedienung der ausstehenden Forderungen erwarten können – im „worst case“ erst mit Fälligkeit jener Deckungswerte, welche die längste Laufzeit aufweisen. Ratingagenturen sehen in Soft Bullet- und noch stärker in CPT-Strukturen aufgrund des geringeren Refinanzierungsrisikos einen positiven Einfluss im Zuge der Bonitätsbeurteilung.

Vergleich der unterschiedlichen Laufzeitstrukturen



Quelle: NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Sonderfall Polen: Soft Bullet mit Umstellungsoption auf CPT

Die polnische Gesetzgebung kann mit Blick auf die Laufzeitstruktur als Sonderfall betrachtet werden. Covered Bonds, die zu ihrem Fälligkeitstermin nicht bedient werden können, werden zunächst um zwölf Monate verlängert. Während dieser Verlängerungsperiode erfolgt im Abstand von sechs Monaten jeweils ein Test, ob ausreichend Assets zur Bedienung der Investorenansprüche vorhanden sind und zusätzlich ausreichend Liquidität verfügbar ist, um diese Ansprüche fristgerecht zu bedienen. Werden die Tests nicht bestanden, erfolgt nach Ablauf der Frist von zwölf Monaten der Übergang in eine CPT-Struktur. Der Rückzahlungszeitpunkt wird damit auf das späteste Fälligkeitsdatum der Deckungswerte zuzüglich drei Jahren verschoben. Eine solche Verlängerung kann mit 2/3-Mehrheit der Investoren jedoch verhindert werden. Somit handelt es sich bei polnischen Covered Bonds zunächst um Soft Bullet-Bonds, deren Endfälligkeit aufgrund der möglichen Umwandlung in eine CPT-Struktur im Vorfeld nicht eindeutig bestimmt werden kann, wodurch ihre Rückzahlungsstruktur nicht eindeutig einer der drei Rückzahlungsformen zugeordnet werden kann.

Sonderfall Slowakei: Soft Bullet mit möglicher zweiter Laufzeitverlängerung

Auch die Slowakei weicht hier in gewisser Form von den Marktstandards ab, welche durch eine Gesetzesänderung zum 01. Januar 2018 in Kraft trat. So sieht der neue gesetzliche Rahmen im Falle der Insolvenz zunächst eine Verschiebung der Laufzeit um zwölf Monate vor. Sollte eine Bedienung der Investorenansprüche nach Ablauf der Verlängerungsfrist nicht absehbar sein, so kann ein Transfer des Programms auf eine oder mehrere andere slowakische Banken erfolgen. Ist ein solcher Transfer dabei nicht innerhalb der ersten Verlängerungsperiode möglich, so kann eine weitere Fälligkeitsverschiebung um erneut zwölf Monate durch den Regulator genehmigt werden. Betroffen von der erneuten Laufzeitverlängerung sind dabei sowohl jene Bonds, die aufgrund der ersten Verschiebung verlängert wurden, als auch jene, deren Fälligkeitstermine in die zweite Zwölfmonatsfrist fallen. Somit handelt es sich bei slowakischen EUR-Benchmark Covered Bonds im iBoxx EUR Covered um Soft Bullet-Emissionen, deren Struktur sich jedoch aufgrund der möglichen zweimaligen Fälligkeitsverschiebung unterscheidet. Anders als in Polen können slowakische Emissionen unseres Erachtens eindeutig dem Segment der Soft Bullet-Bonds zugeschrieben werden, allerdings mit einer maximalen Verlängerung um 24 Monate.

Überblick möglicher Auslöser für Fälligkeitsverschiebung: Globaler Covered Bond-Markt

Land	Trigger Event
Australien	Insolvenz, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Belgien	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Dänemark	RO: Refinanzierung CBs nicht gewährleistet, Zinssatz steigt um 5% oder mehr an; SDO: Refinanzierung CBs nicht gewährleistet SDRO: Refinanzierung CBs nicht gewährleistet, Zinssatz steigt um 5% oder mehr
Deutschland	Konkurs, Abwicklung Emittent
Finnland	Zahlungsausfall, Mangelnde Liquidität
Frankreich	OF: Konkurs, Abwicklung, Zahlungsausfall, Mangelnde Liquidität OH: Konkurs, Abwicklung, Zahlungsausfall, Mangelnde Liquidität CRH Konkurs, Abwicklung, Zahlungsausfall, Mangelnde Liquidität
Irland	Zahlungsausfall, Anweisung Behörde oder Verwalter
Island	Abwicklung, Verhinderung von Zwangsverkäufen
Italien	Zahlungsunfähigkeit, Abwicklung Emittent, Maßnahme der Bol
Kanada	Insolvenz, Zahlungsausfall Emittent, Weitere Ereignisse
Luxemburg	-
Neuseeland	-
Niederlande	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Norwegen	Konkurs, Abwicklung Emittent
Österreich	Konkurs, Abwicklung Emittent
Polen	Insolvenz, nicht bestandene Deckungsprüfungen
Portugal	Zahlungsunfähigkeit, Entzug Banklizenz
Schweden	Erlaubnis durch die FSA zur Abwendung Konkurs
Singapur	Vertraglich geregelt
Slowakei	Insolvenz, Zahlungsausfall Emittent, Widerruf des Covered Bond Programms
Spanien	Konkurs, Abwicklung, Mangelnde Liquidität, Verletzung Liquiditätsvorschriften
Südkorea	South Korean Covered Bonds: Zahlungsausfall Emittent KHFC Covered Bonds: -
Tschechien	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent, Verletzung Liquiditätsvorschriften
Ungarn	Abhängig von der Ausgestaltung des Programms
Vereintes Königreich	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent

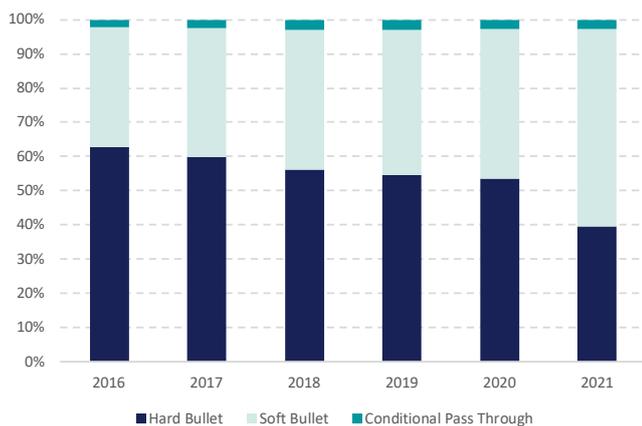
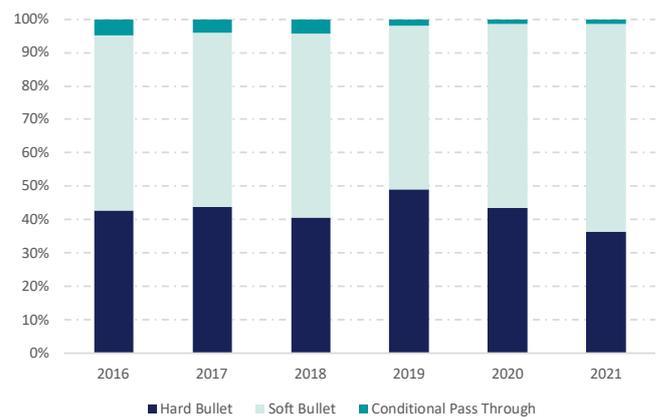
Quelle: Jeweilige Landesgesetzgebung, Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Soft Bullet- und CPT-Bonds unter dem CBPP3 und bei Repo-Geschäften

Covered Bonds mit einer CPT-Struktur unterliegen aufgrund ihrer unter Umständen sehr langen Laufzeit besonderen Anforderungen. So kauft die EZB unter dem nunmehr auslaufenden CBPP3 derzeit keine Covered Bonds mit einer solchen Struktur an, begründet diese Entscheidung nach unserem Verständnis aber auch mit der verhältnismäßig überschaubaren Größe des CPT-Marktes. Auch im Rahmen von Repo-Geschäften mit der EZB weisen CPT-Bonds eine Besonderheit auf. Anpassungen der Bewertungsabschläge sind für own-use Soft Bullet- oder CPT-Covered Bonds relevant. So wird im Zuge der Anrechnung nicht die ursprünglich vorgesehene, sondern die verlängerte Laufzeit zur Ermittlung des Abschlags herangezogen. Diesem Vorgehen folgend würde hier bei einer Soft Bullet-Struktur in der Regel die Laufzeit um ein Jahr zu verlängern sein, während sämtliche CPT-Strukturen aufgrund der theoretisch sehr langen Verlängerungsperiode im Rahmen der Haircut-Ermittlung in den Laufzeitenbereich von „>10 Jahre“ fallen. Im Dezember 2022 hatte die EZB ihr [Rahmenwerk zur Risikokontrolle überprüft](#) und dabei auch die Vorgaben für Abschläge von Sicherheiten im Rahmen von Repo-Geschäften angepasst. Ab dem 29. Juni 2023 wird das bisherige Laufzeitband „> 10 Jahre“ in die Bänder „10 bis 15 Jahre“, „15 bis 30 Jahre“ sowie „> 30 Jahre“ Restlaufzeit aufgefächert. Nach unserer Einschätzung wären CPT-Strukturen damit in die Kategorie „> 30 Jahre“ einzuordnen.

ECBC – Rückzahlungsstrukturen: Soft Bullets mit größtem Anteil bei Emissionen in 2021

Auf Basis der ECBC-Jahresstatistik mit dem Stichtag 31. Dezember 2021 lässt sich der Markt für sämtliche ausstehende und neu begebene Covered Bonds mit Blick auf die Fälligkeitsstruktur unterteilen. Erstmals seit Aufzeichnung dieser Daten für das Jahr 2016 entfällt in dieser Datenbasis mit 58% (2020: 44%) der größte Anteil des Volumens an ausstehenden Anleihen auf Soft Bullet-Strukturen. Hier zeigt sich im Wesentlichen, dass durch die Pfandbriefnovelle in Deutschland alle Hard Bullet-Strukturen (2020: EUR 371.947 Mio.) in Soft Bullet-Strukturen (2020: - ; 2021: EUR 391.366 Mio.) überführt worden sind. Im Hinblick auf neu begebene Covered Bonds in 2021 entfallen 62% auf Soft Bullet-Emissionen und 36% (2020: 44%) auf Hard Bullets. Der Kategorie der CPT-Bonds sind mit 3% (ausstehendes Volumen) bzw. 1% (Neuemissionen 2021) nur noch vergleichsweise geringfügige Anteile zuzurechnen.

Covered Bond-Volumen (global) – Verteilung**Covered Bond-Emissionen (global) – Verteilung**

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

iBoxx EUR Covered: Einfluss der EU-Harmonisierung auf Rückzahlungsstrukturen

Anhand der bisherigen Ausführungen wird bereits deutlich, dass sich das Refinanzierungsrisiko mittels einer Soft Bullet- oder CPT-Struktur im Vergleich zu einer Hard Bullet-Struktur deutlich reduzieren lässt. Insofern überrascht es nicht, dass vor allem Soft Bullet-Strukturen auch in so genannten Drittländern im Sinne der Covered Bond-Richtlinie üblich sind. Vor allem hier erfordert die Investition in einen solchen Covered Bond die vorherige, intensive Auseinandersetzung mit den entsprechenden Anleihebedingungen, da die Covered Bond-Richtlinie nicht für „alle Länder“ gilt und diese auch nicht einheitlich umgesetzt wurde. So ist weiterhin zu prüfen, was beim Eintritt des Trigger Events mit den Zinszahlungen in der Verlängerungsperiode passiert. In Bezug auf das Refinanzierungsrisiko im Nachgang einer Insolvenz des Emittenten bei Hard Bullet-Strukturen ist jedoch zu erwähnen, dass Emittenten bereits teilweise gesetzlich dazu verpflichtet waren, dieses Risiko durch die Vorhaltung eines Liquiditätspuffers zu reduzieren. Im Zuge der Harmonisierung sieht der Artikel 16 der Covered Bond-Richtlinie zudem vor, dass ein Liquiditätspuffer zur Deckung der Netto-Liquiditätsabflüsse für 180 Kalendertage für alle der Regulierung unterliegenden Jurisdiktionen verpflichtend einzuführen war.

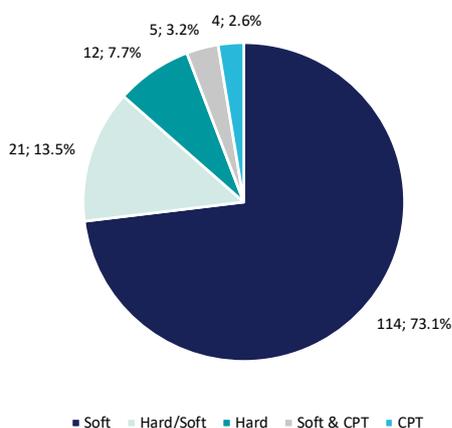
Zusammensetzung des iBoxx EUR Covered: Laufzeitstrukturen

Während sich zunächst die Verschiebungen mit Blick auf die Gewichtungen der Laufzeitstrukturen im iBoxx EUR Covered eher generisch vollzogen haben – als Beispiel ist der Schwenk einiger Emittenten in den Niederlanden von CPT auf Soft Bullet zu nennen – ist mit der Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Marktes ein signifikanter Treiber hinzugekommen. Am Beispiel des deutschen Pfandbriefmarkts ist dies eindeutig erkennbar. Aber auch in anderen Jurisdiktionen ist durch die Anpassungen der Gesetzgebungen mit vermehrten Soft Bullet-Emissionen zu rechnen. Darüber hinaus hat kein nationaler Gesetzgeber in Analogie zu den Anpassungen am Pfandbriefgesetz eine „Big Bang“-Lösung in der Form präferiert und hart auf verlängerbare Strukturen umgeschwenkt. Dies gilt derzeit insbesondere für diejenigen Länder, die über aktive Emittenten verfügen die sowohl Hard Bullets als auch verlängerbare Strukturen aufweisen. Nachfolgend beziehen wir uns auf die iBoxx-Zusammensetzung aus dem Mai 2023.

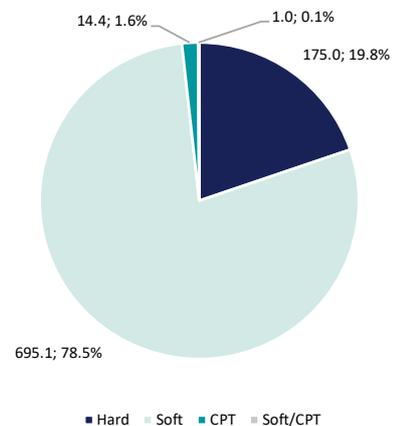
Reine Soft Bullet-Emittenten dominieren den iBoxx EUR Covered

Mit 114 von 156 Emittenten (73%) handelt es sich bei der Mehrzahl der im iBoxx EUR Covered gelisteten Emittenten (exkl. spanische Multi-Cedulas) um solche, die derzeit ausschließlich über ausstehende Benchmarks mit Soft Bullet-Struktur verfügen. Aktuell entfallen nur noch 8% (zwölf Emittenten) auf Institute mit ausschließlich Hard Bullets sowie 3% (vier Emittenten) auf reine CPT-Institute. Damit kann 83% der über ausstehende EUR-Benchmarks verfügenden Institute ein eindeutiges Modell zugeordnet werden. Die verbleibenden 17% entfallen hingegen auf Emittenten, die über ausstehende Benchmarks mit zwei unterschiedlichen Laufzeitstrukturen verfügen. Dabei ist die Kombination von Hard und Soft Bullets mit 13% (21 Emittenten) der häufigste Fall. Über EUR-Benchmarks mit Soft Bullet- und CPT-Struktur verfügen NIBC Bank, Achmea Bank, Aegon Bank, Van Lanschot Kempen (alle NL) sowie die Deutsche Bank (DE). Die Deutsche Bank verfügt damit neben den auf Basis des Pfandbriefgesetzes platzierten Pfandbriefen über eine auf vertraglicher Basis beruhende CPT-Benchmark. Die EUR-Benchmarks der polnischen PKO Bank Hipoteczny bleiben durch die hybride Laufzeitstruktur im Chart links unten unberücksichtigt, um Verwechslungen mit jenen Emittenten zu vermeiden, die sowohl über ausstehende Soft Bullet- als auch CPT-Bonds verfügen.

Verteilung Rückzahlungsstrukturen bei Emittenten



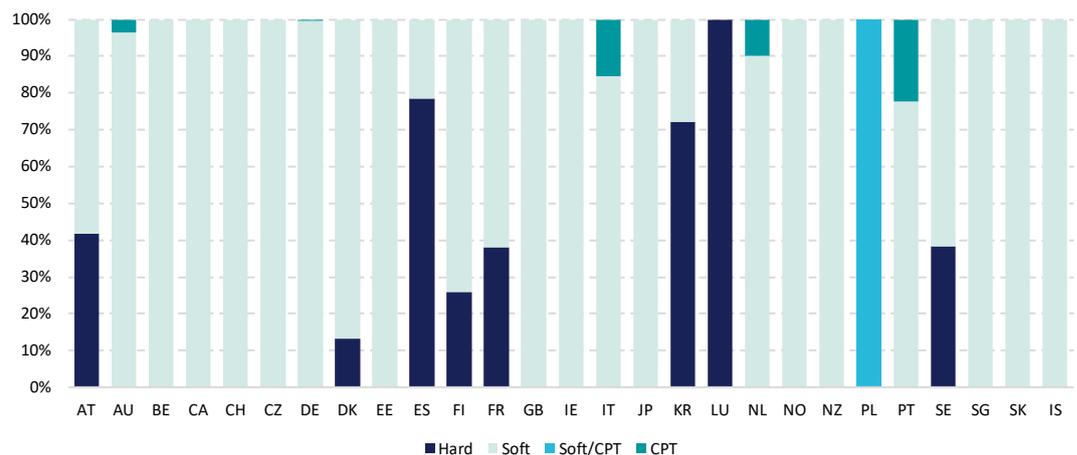
EUR-Benchmarkvolumen nach Struktur



Soft Bullet EUR-Benchmarks mit dem größten ausstehenden Volumen

Mit EUR 695,1 Mrd. (knapp 79%) entfällt nunmehr der mit Abstand größte Anteil des im iBoxx enthaltenen Volumens (exklusive spanische Multi-Cedulas) auf Soft Bullet Covered Bonds. EUR-Benchmarks mit einer CPT-Struktur stellen unverändert eine Nische innerhalb des Benchmarksegments dar, da lediglich knapp 2% des iBoxx-Volumens auf Bonds mit dieser Struktur entfallen. Traditionelle Hard Bullets vereinen EUR 175 Mrd. bzw. rund 20% auf sich. Aus Frankreich stammen dabei Hard Bullet-Emissionen im Volumen von EUR 84,3 Mrd., während auf Spanien (EUR 43,9 Mrd.), Österreich (EUR 21,0 Mrd.) sowie Schweden (EUR 10,3 Mrd.) die nächstgrößten Volumina entfallen. Erwähnenswert ist in diesem Kontext nach unserer Auffassung, dass Frankreich (EUR 139,9 Mrd.; Juni 2022: EUR 114,1 Mrd.) aber auch Österreich (EUR 29,4 Mrd.; Juni 2022: EUR 19,0 Mrd.) und Schweden (EUR 16,6 Mrd.; Juni 2022: EUR 14,6 Mrd.) über dynamisch steigende Volumina an Soft Bullets verfügen.

Rückzahlungsstrukturen nach Jurisdiktionen



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

Zahlreiche Jurisdiktionen mit unterschiedlichen Rückzahlungsstrukturen

Mit Blick auf die Verbreitung der drei Rückzahlungsstrukturen auf Jurisdiktionsebene zeigt sich außerdem, dass mittlerweile nur noch Luxemburg-EUR-Benchmarks mit ausschließlich Hard Bullet-Strukturen im iBoxx vertreten sind. Auf der anderen Seite existieren mit Belgien, Kanada, Tschechien, Estland, Großbritannien, Irland, Japan, Norwegen, Neuseeland, Singapur, der Slowakei sowie Island und der Schweiz 13 Jurisdiktionen, aus denen wiederum ausschließlich Soft Bullet-Benchmarks enthalten sind. Polnische EUR-Benchmarks weisen ebenfalls eine einheitliche (hybride) Laufzeitstruktur auf. Aus Australien, Deutschland, Italien, den Niederlanden und Portugal wurden zudem CPT-Bonds begeben. Mehr als ein Rückzahlungsmodell gibt es in 12 der 27 vertretenen Jurisdiktionen. Für diese geben wir im Nachfolgenden eine tabellarische Übersicht über die einzelnen Emittenten und ihre verwendeten Laufzeitmodelle. Dabei ist zu berücksichtigen, dass unter Umständen in den jeweiligen Jurisdiktionen – und auch von den aufgelisteten Emittenten – auch Rückzahlungsstrukturen verwendet werden, welche sich von jenen der EUR-Benchmarks unterscheiden können bzw. aufgrund ihrer Restlaufzeit nicht mehr im iBoxx gelistet sind. Aus Gründen der Übersichtlichkeit stellen wir in unserem Artikel jedoch ausschließlich auf EUR-Benchmarks im iBoxx EUR Covered (exkl. spanischer Multi-Cedulas) ab.

Rückzahlungsstrukturen Österreich

	Hard	Soft
BAWAG PSK	X	X
Erste Group Bank	X	X
HYPO NOE		X
Hypo Tirol Bank		X
Hypo Vorarlberg Bank	X	X
Raiffeisen Bank International		X
Raiffeisenlandesbank Niederoesterreich-Wien	X	X
Raiffeisenlandesbank Oberoesterreich	X	X
Raiffeisen-Landesbank Steiermark	X	X
Raiffeisenlandesbank Vorarlberg	X	
Raiffeisen-Landesbank Tirol		X
UniCredit Bank Austria	X	X
Volksbank Wien	X	

Rückzahlungsstrukturen Italien

	Soft	CPT
Banca Monte dei Paschi di Siena		X
Banco BPM	X	
Banco di Desio e della Brianza	X	
BPER	X	
Credit Agricole Italia	X	
Credito Emiliano	X	
Intesa Sanpaolo	X	
Mediobanca Banca di Credito Finanziario	X	
Iccrea Banca	X	
UniCredit		X

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research, **fett** = Änderungen ggü. Oktober 2022

Rückzahlungsstrukturen in Österreich

In Österreich dominieren mittlerweile EUR-Benchmarks mit einer Soft Bullet-Struktur (EUR 29,4 Mrd.). Insgesamt verfügen nunmehr elf der insgesamt 13 österreichischen Emittenten über ausstehende EUR-Benchmarks mit einer Laufzeitverlängerungsoption. Das Volumen der Hard Bullets liegt noch bei EUR 21,0 Mrd.

Rückzahlungsstrukturen in Italien

Italien gehört zu den Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds mit CPT-Strukturen ausstehend sind (EUR 5,3 Mrd.), auch wenn Bonds mit einer solchen Struktur am italienischen Markt für öffentlich-platzierte EUR-Benchmarks im Vergleich zu Soft Bullet-Bonds (EUR 28,9 Mrd.) eine eher untergeordnete Rolle spielen. Italien ist dahingehend ein Sonderfall, dass die Emittenten eine deutliche Verzögerung der finalen Umsetzung der Covered Bond-Richtlinie zu verkraften hatten.

Rückzahlungsstrukturen in Dänemark

Mit Blick auf den dänischen Markt möchten wir die Emissionen der Danish Ship Finance (Danmarks Skibskredit) hervorheben, da sie nicht nur aufgrund ihrer Deckungswerte (Schiffshypotheken), sondern auch bei der Rückzahlungsstruktur (Hard Bullet) abweichen. Die Bonds sind als Hard Bullets emittiert. Die Danske Bank und Jyske Realkredit haben ihre EUR-Benchmarks hingegen jeweils mit Soft Bullet-Strukturen (Verlängerung um bis zu zwölf Monate) am Markt platziert. Für Soft Bullet-Strukturen existieren in Dänemark nunmehr gesetzliche Auslöser für Laufzeitverschiebungen.

Rückzahlungsstrukturen Dänemark

	Hard	Soft
Danmarks Skibskredit	X	
Danske Bank		X
Jyske Realkredit		X

Rückzahlungsstrukturen Finnland

	Hard	Soft
Aktia Bank		X
Danske Mortgage Bank		X
Nordea Kiinnitysluottopankki	X	X
OP Mortgage Bank		X
Oma Saastopankki Oyj		X
SP-Kiinnitysluottopankki		X

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; **fett** = Änderungen ggü. Oktober 2022

Rückzahlungsstrukturen in Finnland

Bei den derzeit am Markt ausstehenden EUR-Benchmarks finnischer Emittenten handelt es sich nur bei sieben Emissionen der Nordea Mortgage Bank um Bonds, welche mit einer Hard Bullet-Struktur ausgestattet sind. Die fünf weiteren Emittenten verfügen hingegen über insgesamt 25 ausstehende EUR-Benchmarks mit Soft Bullet-Struktur mit jeweils einer Möglichkeit zur Verlängerung der Laufzeit um zwölf Monate. Und auch die Nordea Mortgage Bank hat in 2022 ihren ersten Soft Bullet-Bond begeben, so dass nunmehr alle sechs finnischen Emittenten Bonds mit dieser Struktur emittiert haben. So hat auch der Neuzugang Oma Saastopankki einen Soft Bullet platziert.

Rückzahlungsstrukturen in Frankreich

In Frankreich existieren insgesamt 16 Emittenten, davon sind elf Emittenten, die ihre Bonds mit einer einheitlichen Laufzeitstruktur ausgestaltet haben, also ausschließlich Hard oder Soft Bullet-Bonds begeben. Dabei entfällt mit zehn Instituten die Mehrzahl auf solche Emittenten, die über eine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung verfügen. Hatten zur letzten Veröffentlichung dieses Artikels (im Oktober 2022) noch CRH, CAFFIL und CFF ausschließlich Hard Bullet-Bonds ausstehen, gilt dies nunmehr nur noch für CFF. Auch in Bezug auf die Emittenten, die in der Vergangenheit EUR-Benchmarks sowohl mit Hard als auch mit Soft Bullet-Strukturen platzierten, ergaben sich Veränderungen im iBoxx. Nunmehr sind es nur noch fünf Institute, die sowohl mit Hard Bullets als auch mit Soft Bullets im Index vertreten sind.

Rückzahlungsstrukturen Frankreich

	Hard	Soft
Arkea Home Loans SFH		X
Arkea Public Sector SCF		X
AXA Bank Europe SCF		X
AXA Home Loan SFH		X
BNP Paribas Home Loan SFH	X	X
BPCE SFH	X	X
Caisse de Refinancement de l'Habitat	X	X
Caisse Francaise de Financement Local	X	X
Cie de Financement Foncier	X	
Credit Agricole Home Loan SFH		X
Credit Agricole Public Sector SCF		X
Credit Mutuel Home Loan SFH	X	X
HSBC SFH France		X
La Banque Postale Home Loan SFH		X
MMB SCF		X
Societe Generale SFH		X

Rückzahlungsstrukturen Deutschland

	Soft	CPT
Aareal Bank	X	
Bausparkasse Schwaebisch Hall	X	
Bayerische Landesbank	X	
Berlin Hyp	X	
Commerzbank	X	
Deutsche Apotheker-und Aerztebank	X	
Deutsche Bank	X	X
Deutsche Kreditbank	X	
Deutsche Pfandbriefbank	X	
DZ HYP	X	
Hamburg Commercial Bank	X	
Hamburger Sparkasse	X	
ING-DiBa	X	
Landesbank Baden-Wuerttemberg	X	
Landesbank Hessen-Thueringen Girozentrale	X	
Muenchener Hypothekenbank	X	
Norddeutsche Landesbank-Girozentrale	X	
Santander Consumer Bank	X	
Sparkasse KoelnBonn	X	
Sparkasse Pforzheim Calw	X	
UniCredit Bank	X	
Wuestenrot Bausparkasse	X	

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; **fett** = Änderungen ggü. Oktober 2022

Rückzahlungsstrukturen in Deutschland

Die Anpassung der rechtlichen Grundlage zur Emission von Pfandbriefen in Deutschland hat Laufzeitverlängerungen für sämtliche Pfandbriefe (unabhängig vom Emissionszeitpunkt) implementiert, die wir als Soft Bullets verstehen. Zudem verfügt die Deutsche Bank seit November 2019 über einen Bond mit CPT-Struktur. Hierzu griff die Deutsche Bank auf einen vertraglichen Covered Bond zurück, welcher somit keine Emission im Sinne des deutschen Pfandbriefgesetzes und damit keinen Pfandbrief darstellt.

Rückzahlungsstrukturen in Schweden

In Schweden greifen mittlerweile alle fünf Emittenten auf Covered Bonds mit Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung zurück. Während SCBC und Stadshypotek ausschließlich mit Soft Bullet-Bonds im iBoxx EUR Covered vertreten sind, sind nach der LF Hypothek, die im Mai 2022 ihre erste Soft Bullet-Emission platzierte, nunmehr auch SEB und Swedbank mit beiden Rückzahlungsstrukturen im iBoxx vertreten. Mit Blick auf das Volumen zeigt sich, dass Hard Bullet-Bonds (EUR 10,3 Mrd.) hier weiter hinter den schwedischen Soft Bullet-Bonds im Volumen von EUR 16,6Mrd. im iBoxx zurückfallen.

Rückzahlungsstrukturen Schweden

Rückzahlungsstrukturen Portugal

	Hard	Soft		Soft	CPT
Lansforsakringar Hypotek	X	X	Banco Santander Totta	X	
Skandinaviska Enskilda Banken	X	X	Caixa Economica Montepio		X
Stadshypotek		X			
Sveriges Sakerställda Obligationer		X			
Swedbank Hypotek	X	X			

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; fett = Änderungen ggü. Oktober 2022

Rückzahlungsstrukturen in Portugal

Neben Australien, Deutschland, Italien und den Niederlanden ist Portugal der fünfte nationale Markt, in dem EUR-Benchmarks über CPT-Strukturen verfügen. Einzig der Bond von Montepio ist mit einer Laufzeitverlängerungsoption in CPT-Form ausgestattet, welche im konkreten Fall eine Laufzeitverlängerung von bis zu 45 Jahren vorsieht. Banco Santander Totta griff auf Soft Bullet-Strukturen zurück.

Rückzahlungsstrukturen in den Niederlanden

Nach der Einführung der CPT-Rückzahlungsstruktur durch die NIBC Bank im Jahr 2013 folgten ihr mit der Achmea Bank, Van Lanschot, der Aegon Bank sowie der NN Bank vier weitere Emittenten mit Bonds im CPT-Format. Aktuell sind es noch vier Banken mit CPT-Strukturen, trotzdem verfügen die Niederlande auch weiterhin nicht nur über die meisten CPT-Emittenten, sondern auch über die mit Abstand meisten ausstehenden CPT-Benchmarks (14 Deals) weltweit. Die NN Bank hatte im April 2022 durch ein Bondholder Meeting abstimmen lassen, dass die ausstehenden CPT-Bonds in Soft Bullet-Strukturen gewandelt werden. Eine solche [Abstimmung](#) nimmt derzeit auch die Achmea Bank vor, mit Ergebnissen ist in der dritten Juniwoche zu rechnen. Das Volumen an Soft Bullets ist mit EUR 63,6 Mrd. mehr als neunmal so hoch wie jenes der CPT-Bonds (EUR 7,0 Mrd.). Bei der Anzahl der Emissionen ist der Abstand hingegen geringer: 56 Soft Bullets stehen den 14 Emissionen im CPT-Format gegenüber. Dadurch, dass mittlerweile alle vier Emittenten, die in der Vergangenheit CPT-Strukturen nutzten, nunmehr im Soft Bullet-Format emittieren, wird sich das Übergewicht der Soft Bullets gegenüber den CPT-Deals weiter ausbauen.

Rückzahlungsstrukturen Niederlande

	Soft	CPT
ABN AMRO Bank	X	
Achmea Bank	X	X
Aegon Bank	X	X
Coöperatieve Rabobank de Volksbank	X	
ING Bank	X	
Nationale-Nederlanden Bank	X	
NIBC Bank	X	X
Van Lanschot Kempen	X	X

Rückzahlungsstrukturen Australien

	Soft	CPT
Australia & New Zealand Banking Group	X	
Bank of Queensland		X
Commonwealth Bank of Australia	X	
National Australia Bank	X	
Westpac Banking Corp	X	
Macquarie Bank	X	

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; **fett** = Änderungen ggü. Oktober 2022

Rückzahlungsstrukturen Australien

Bevor bereits vor einiger Zeit der Hard Bullet-Covered Bond der ANZ Banking Group (Fälligkeit Juli 2022) aufgrund seiner Restlaufzeit bzw. späteren Fälligkeit aus dem iBoxx gefallen ist, verfügte Australien zeitweise als einzige Jurisdiktion über alle drei Laufzeitstrukturen im Index. Derzeit hat mit der Bank of Queensland eine Emittentin Bonds im CPT-Format (Volumen EUR 1,1 Mrd.; zwei Deals) ausstehend. Den mit Abstand größten Anteil am Volumen stellen die Soft Bullet-Emissionen mit EUR 29,2 Mrd.

Rückzahlungsstrukturen in Spanien

Seit dem Soft Bullet-Debüt (Dual Tranche) der Banco Santander im September 2022 zählt auch das Schwergewicht Spanien (EUR 55,9 Mrd. EUR-BMK Covered Bonds) zu jenen Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds über verschiedene Laufzeitstrukturen verfügen. Landesweit gibt es zwölf Covered Bond-Emittenten, die über ausstehende Hard Bullet-Bonds – insgesamt 37 Anleihen – im Index verfügen, darunter auch die Banco Santander. Die Soft Bullet-Strukturen sind, ausgelöst durch die neue Gesetzgebung, tatsächlich eindeutig auf dem Vormarsch. Seit unserer letzten Betrachtung der Laufzeitstrukturen haben BBVA, Banco de Sabadell, Bankinter sowie Caja Rural de Navarra den Kreis der Emittenten, die mit ausstehenden Soft Bullet Covered Bonds im iBoxx vertreten sind, deutlich vergrößert. Den 37 Hard Bullets im iBoxx EUR Covered stehen zehn Soft Bullet-Covered Bonds (EUR 12 Mrd.) gegenüber.

Rückzahlungsstrukturen Spanien

	Hard	Soft
Abanca Corp Bancaria	X	
BBVA	X	X
Banco de Sabadell	X	X
Banco Santander	X	X
Bankinter	X	X
CaixaBank	X	
Caja Rural de Navarra	X	X
Deutsche Bank SA Espanola	X	
Eurocaja Rural	X	
Ibercaja Banco	X	
Kutxabank	X	
Liberbank	X	

Rückzahlungsstrukturen Südkorea

	Hard	Soft
Kookmin Bank		X
Korea Housing Finance Corp	X	
KEB Hana Bank		X

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; **fett** = Änderungen ggü. Oktober 2022

Rückzahlungsstrukturen in Südkorea

Seit dem EUR-Benchmarkdebüt der Kookmin Bank gehört Südkorea zu jenen Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds über verschiedene Laufzeitstrukturen verfügen. Während die acht EUR-Benchmarks von KHFC keine Möglichkeit der Laufzeitverlängerung beinhalten und damit Hard Bullets sind, begab die Kookmin Bank ihr EUR-Benchmarkdebüt im Soft Bullet-Format und hat nunmehr drei Bonds ausstehend. Mit dem Markteintritt der KEB Hana Bank verfügt zudem ein weiterer koreanischer Emittent über Soft Bullets, so dass sich die Soft Bullets aus Südkorea im iBoxx nunmehr auf vier Emissionen summieren.

Fazit

Der Blick in den iBoxx EUR Covered offenbart, dass Bonds mit Soft Bullet-Strukturen die vormals vorherrschende Form der Hard Bullet-Emissionen nunmehr eindeutig abgelöst haben. Dies liegt unter anderem daran, dass insbesondere in Frankreich und Österreich zahlreiche Emittenten einen Wechsel mit Blick auf die Ausgestaltung der Laufzeitstruktur ihrer Covered Bonds vollzogen haben und auch in Spanien die Soft Bullets auf dem Vormarsch sind. Nicht außer Acht zu lassen ist der „Big Bang“ des Pfandbriefgesetzes, welches auch nach unserer Klassifizierung den Pfandbriefmarkt in das Segment der Soft Bullets übertreten ließ.

SSA/Public Issuers

Stabilitätsrat zur 27. Sitzung zusammengetreten

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Einleitung

Am 2. Mai 2023 fand die 27. Sitzung des Stabilitätsrats unter dem Vorsitz des Finanzministers des Landes Nordrhein-Westfalen, Dr. Marcus Optendrenk, und des Bundesministers der Finanzen Christian Lindner statt. Im Rahmen der Sitzung wurde schwerpunktmäßig über die notwendige Wiederherstellung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte diskutiert.

Gesamtwirtschaftlicher Rahmen

Der Stabilitätsrat stellt in seiner Pressemitteilung fest, dass die öffentlichen Haushalte weiterhin vor großen Herausforderungen stehen. Auf der einen Seite fällt die wirtschaftliche Entwicklung robuster aus als noch im vergangenen Herbst prognostiziert, andererseits ist die konjunkturelle Belastung, hervorgerufen durch hohe Energiekosten und Inflation, nach wie vor merklich spürbar. Vor diesem Hintergrund plädiert der Stabilitätsrat für eine zukunftsorientierte Finanzpolitik. Hierzu gehört insbesondere die Rückführung der erhöhten Schuldenstandsquote. Als langfristiges Ziel für Deutschland definiert der Stabilitätsrat einen preisstabilen Wachstumspfad sowie die Schließung von Finanzierungslücken.

Voraussichtliche Überschreitung der Obergrenze des Finanzierungsdefizits bis 2026

Für den Staatshaushalt wird im Jahr 2023 ein Finanzierungsdefizit von 4,25% vom Bruttoinlandsprodukt (BIP) erwartet. Der Stabilitätsrat argumentiert, dass das gesamtstaatliche Defizit in hohem Maße auf die temporären Maßnahmen zur Krisenbewältigung zurückzuführen ist. Abhängig von der Entwicklung der Energiepreise könnte das Ergebnis für die öffentlichen Haushalte deutlich günstiger ausfallen. Gemäß europäischen Vorgaben soll das gesamtstaatliche Defizit sukzessive um 0,5% des BIP pro Jahr abgebaut werden. In seiner Projektion rechnet der Stabilitätsrat aktuell damit, dass der jahresdurchschnittliche Abbau des strukturellen Defizits bis 2026 rund 0,75% des BIP betragen wird. Nach Einschätzung des Stabilitätsrates werden in den Jahren bis 2026 weitere Überschreitungen der europäischen Obergrenze des strukturellen, gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizits unumgänglich sein. Durch die bleibende Aktivierung der Ausweichklausel des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) sei die Überschreitung im Jahr 2023 jedoch zulässig. Die Übereinstimmung der von der Europäischen Kommission verfolgten haushaltspolitischen Leitlinien mit denen von Bund und Ländern rechtfertigt dabei außerdem die Zulässigkeit der Überschreitungen in den Jahren 2023 bis 2026. Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Erholung und steigender Zinslasten begrüßt der Stabilitätsrat das Vorgehen in der europäischen Haushaltsüberwachung, die allgemeine Ausweichklausel des SWP im Jahr 2024 zu deaktivieren.

Zunahme des Defizits des Gesamthaushaltes 2022

Der öffentliche Gesamthaushalt inkludiert die Kernhaushalte vom Bund, der Länder und der Gemeinden sowie deren jeweilige Extrahaushalte. Im Jahr 2022 lag der Finanzierungssaldo des öffentlichen Gesamthaushalts bei EUR -131,9 Mrd. Das ist ein um rund EUR 5,3 Mrd. höheres Defizit als im Jahr 2021 mit EUR -126,7 Mrd.

Die Ausgaben des öffentlichen Gesamthaushaltes steigen weiter an

Induziert durch die finanziellen Auswirkungen der Entlastungs- und Stützungsmaßnahmen, insbesondere des Wirtschaftlichen Abwehrschirms, überschritten die Ausgaben des Jahres 2022 das Vorjahresniveau deutlich um 7,6% (rd. EUR +88,2 Mrd.). Die Zunahme des Defizits wurde gedämpft durch einen gleichzeitig kräftigen Anstieg der Einnahmen um 8,0% auf EUR 83 Mrd. Dabei nahm der Bund im Vergleich zum Vorjahr (2021) 8,5% mehr Steuern ein, was einen Steuereinnahmen-Überschuss von EUR 70,4 Mrd. bedeutet.

Ausblick: Die Entwicklung des öffentlichen Gesamthaushaltes im Jahr 2023

In der vorgelegten Projektion rechnet der Stabilitätsrat mit einem Finanzierungsdefizit des Öffentlichen Gesamthaushalts von EUR 268 Mrd. Somit würde das Defizit um EUR 136 Mrd. höher ausfallen als im Vorjahr. Wesentlicher Treiber dieser Dynamik sind die unterstellten Mittelabflüsse aus dem Wirtschaftsstabilisierungsfonds-Energie (WSF-Energie). Hierbei ist wichtig zu erwähnen, dass die Projektion des Stabilitätsrats bezüglich der Mittelabflüsse aus dem WSF-Energie auf dem beschlossenen Wirtschaftsplan des Vorjahrs basiert und belastbare andere Einschätzungen der Mittelabflüsse im Jahr 2023, insbesondere für die Gaspreisbremse, derzeit nicht möglich sind. Der zum jetzigen Stand erfolgte Vorjahresvergleich zeigt eine gesteigerte Einnahmen-, aber auch Ausgabenseite. Dabei sollen die Einnahmen um rund 1,5% steigen, während die öffentlichen Haushalte gleichermaßen rund 12,5% mehr ausgeben als im vergangenen Jahr. Die Planungen sehen eine stetige Verringerung des kassenmäßigen Finanzierungsdefizits über die Folgejahre vor, so der Stabilitätsrat. Somit werde am Ende des Planungszeitraums (im Jahr 2026) im öffentlichen Gesamthaushalt ein Finanzierungsdefizit von EUR 42,5 Mrd. erwartet.

Schätzung des strukturellen gesamtstaatlichen Finanzierungssaldos gemäß § 7 Stabilitätsratsgesetz (in % des BIP)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Struktureller gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-1,8	-3,3	-1,5	-0,75	-0,75	-
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-2,6	-4,25	-1,75	-0,75	-0,75	-
davon:						
Bund	-3,3	-4,25	-1,75	-1	-0,75	-
Länder	0,3	0	0	0,25	0,25	-
Gemeinden	0,2	0,25	0,25	0,25	0,25	-
Sozialversicherungen	0,2	0	0	-0,25	-0,5	-

Zur Funktion des Stabilitätsrats, seiner Kennzahlen und Definitionen siehe aktuellster [Issuer Guide Deutsche Bundesländer 2022](#).

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

Bundesebene: Parallelen zu den Entwicklungen im öffentlichen Gesamthaushalt

Das Finanzierungsdefizit des Bundes einschließlich der Extrahaushalte belief sich im Jahr 2022 auf rund EUR 145,1 Mrd. und war somit um EUR 13,4 Mrd. höher als im Jahr 2021 (EUR -131,7 Mrd.). Dabei werden auf der Einnahmen- und Ausgabenseite Steigerungen ausgewiesen. Gegenüber dem Jahr 2021 erfolgte eine Ausgabensteigerung um 7,2%, während die Einnahmen um 6,4% gestiegen sind. Für das laufende Jahr wird eine Verbesserung des Finanzierungsdefizits des Bundes, exklusive der Ergänzungshaushalte, um rund EUR 30,5 Mrd. erwartet. Der Abbau des Defizits im Kernhaushalt setzt sich nach Prognosen des Stabilitätsrats in den Jahren 2024 und 2025 fort. Als Grund hierfür wird das Auslaufen des Wirtschaftlichen Abwehrschirms genannt. Am Ende des Projektionszeitraums würde sich der kassenmäßige Finanzierungssaldo des Bundes wieder leicht verschlechtern durch rückläufige Darlehensrückflüsse beim WSF-Energie.

Deutliche Ausgaben senkung im Kernhaushalt des Bundes

Die im Jahr 2022 erfolgte Senkung der Ausgaben im Kernhaushalt des Bundes führte zu einer Verbesserung des Finanzierungssaldos um rund EUR 99,6 Mrd. auf EUR -116,0 Mrd. (2021: -215,6 Mrd.) Ausgangspunkt dieser Veränderung sind deutlich verringerte Zuweisungen des Bundeshaushaltes an den Klima- und Transformationsfonds, welcher rund EUR 56,6 Mrd. weniger Zuschüsse erhielt als noch 2021. Darüber hinaus fielen die Zuweisungen an das Sondervermögen „Aufbauhilfe 2021“ weg, die im Jahr 2021 EUR 16 Mrd. betragen. Hinzu kommen die Mittelabflüsse im Rahmen des Wirtschaftlichen Abwehrrschirms. Diese Entwicklungen führen dementsprechend zu gesunkenen Einnahmen der Extrahaushalte. Infolgedessen verschlechterte sich der Finanzierungssaldo der Extrahaushalte im Jahr 2022 um EUR 113 Mrd. auf EUR -29,1 Mrd.

Finanzierungssaldo der Länder weiter im positiven Bereich

Die positive Entwicklung des Finanzierungssaldos der Länderhaushalte, einschließlich ihrer Extrahaushalte, setzte sich auch 2022 fort. Nach Angaben des Stabilitätsrats verbesserte sich der Saldo im letzten Jahr gegenüber 2021 deutlich von EUR 0,5 Mrd. auf EUR 10,5 Mrd. Dabei wiesen die Länderkernhaushalte 2022 einen Finanzierungsüberschuss von EUR 12,0 Mrd. aus, was verglichen mit dem Vorjahr einem Plus von EUR 17,9 Mrd. entspricht. Parallel verschlechterte sich der Finanzierungssaldo der Extrahaushalte in der Gesamtheit um EUR 7,8 Mrd. auf EUR -1,5 Mrd. Als wesentlichen Treiber für die deutliche Zunahme des Finanzierungsüberschusses bei den Länderhaushalten nennt der Stabilitätsrat kräftig gestiegene Steuereinnahmen. Für das laufende Jahr wird für die Bundesländer mit einem Finanzierungsdefizit von EUR 2 Mrd. mit einer merklichen Verschlechterung gegenüber 2022 gerechnet (rund EUR -12,5 Mrd.). Der Stabilitätsrat prognostiziert dabei eine Verringerung des Überschusses bei den Kernhaushalten um EUR 11 Mrd. Ausgelöst wird der Einnahmerückgang insbesondere aus der Reduzierung coronabedingter Hilfen seitens des Bundes und der Sozialversicherungen. Während sich die Ausgabenseite aufgrund des geringeren Umfangs an coronabedingten Hilfen entsprechend verringert, sorgen Unterstützungen für Gemeinden und Personalausgaben für eine gegenüber 2022 steigende Ausgabenseite. Für das kommende Jahr wird dann mit einem ausgeglichenen Finanzierungssaldo der Länder gerechnet. Für die Jahre 2025 und 2026 geht der Stabilitätsrat von Überschüssen aus, welche sowohl aus dem Kernhaushalt als auch aus den Extrahaushalten stammen.

Stellungnahme des Beirats: Kritik an veralteten Projektionen

Der unabhängige Beirat des Stabilitätsrates äußert sich kritisch in seiner Stellungnahme zur Einhaltung der Obergrenze für das strukturelle gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit. Die Sachverständigen bemängeln vor allem, dass der Stabilitätsrat zur Haushaltsüberwachung auf eine teilweise veraltete Projektion zurückgreift. Der Überwachung müssten aktuelle und aussagekräftigere Informationen zugrunde liegen. Darüber hinaus warnt der Beirat vor der Tendenz, Maßnahmen in Extrahaushalte (Sondervermögen) auszulagern und deren Kreditfinanzierung mit der Bekämpfung von Notlagen zu begründen. Diese Praxis gefährde die Einhaltung europäischer Vorgaben zum strukturellen gesamtstaatlichen Defizit, auch wenn die Schuldenbremse des Artikel 109 GG möglicherweise formal erfüllt sei. Auch werde dadurch die Arbeit des Stabilitätsrats erschwert, die Regelkonformität der öffentlichen Finanzen zu überwachen. Dieser konstruktiven Kritik schließen wir uns an.

Evaluation der gesamtstaatlichen Planung des Finanzierungssaldos bis 2026

Die zuvor geschilderte Defizitplanung einschließlich der Überschreitung der Obergrenze wird ebenfalls im Rahmen der Stellungnahme des unabhängigen Beirats behandelt. Basierend auf den aktuellen Entwicklungen für das Jahr 2023 erwartet der Beirat ein deutlich niedrigeres gesamtstaatliches Defizit als vom Stabilitätsrat prognostiziert (4,25% des BIP). Hingegen überwiegen für das Endjahr der vorgelegten Projektion (2026) aus Sicht der Sachverständiger die Risiken für eine höhere Defizitquote als die erwarteten 0,75%, da die vom Stabilitätsrat prognostizierten Defizite in den Extrahaushalten von Bund und Ländern zu niedrig bemessen seien. Vor diesem Hintergrund fordert der Beirat, dass zukünftig transparenter über die Projektionen für die Extrahaushalte informiert wird. Dies soll durch einen gesonderten Ausweis von besonders gewichtigen Extrahaushalten wie dem Bundeswehrfonds und den Klima- und Transformationsfonds des Bundes sowie den Nebenhaushalten der Länder gewährleistet werden. Die Sachverständigen bekräftigen in diesem Zusammenhang, dass die Schuldenbremse die Einhaltung der Obergrenze für das gesamtstaatliche Defizit nicht mehr sicherstellen kann. Somit sind die Haushaltsüberwachung und Koordination der Finanzpolitik im Stabilitätsrat noch wichtiger als vor der Coronakrise. Zur ordnungsgemäßen Erfüllung dieser Aufgaben betont der Beirat ein weiteres Mal die Notwendigkeit, vollständige und aktuelle Projektionen sowie aussagekräftiges Hintergrundmaterial zu verwenden. Im Rahmen der Stellungnahme legt der Beirat außerdem seine Position zur Schlussfolgerung des Stabilitätsrats bezüglich der Einhaltung der europäischen Vorgaben zum Abbau des Finanzierungsdefizits dar. Er erläutert dabei, dass er die Einschätzung des Stabilitätsrats nicht ohne weiteres teilt, da sich aus seiner Sicht das geplante strukturelle Defizit dem mittelfristigen Haushaltsziel von 0,5% des BIP nicht ausreichend annähert. Zum Defizitabbau in den Jahren 2024 bis 2026 stellt der Beirat fest, dass auf Basis einer realistischen Projektion der Abbaupfad bei weitem nicht ausreichend ist. Vor dem Hintergrund der genannten Kritikpunkte erwartet der Beirat, dass auf seine Stellungnahme im Einklang mit bestehenden europäischen Vorgaben entsprechend reagiert wird.

Volkswirtschaftlicher Ausblick: Entwicklungen in den Jahren 2023 und 2024

Die Bundesregierung rechnet in ihrer gesamtwirtschaftlichen Jahresprojektion mit einer Zunahme des preisbereinigten Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 0,2% im Jahr 2023. Im Folgejahr erwartet die Bundesregierung ein Wachstum von 1,8% des preisbereinigten BIP. Für das laufende Jahr wird mit einem rückläufigen privaten Konsum gerechnet. Es wird ein Anstieg der Verbraucherpreise, gemessen am Deflator des privaten Konsums, um 5,5% prognostiziert. Zwar sollen auch die Bruttolöhne und -gehälter mit 5,2% spürbar zunehmen, unter dem Strich müssen die Beschäftigten im Jahr 2023 aber einen leichten Kaufkraftverlust hinnehmen. Für das kommende Jahr hingegen erwartet die Bundesregierung einen Anstieg der Kaufkraft, was auf eine sinkende Inflationsrate (2,2%) und weiter steigende Bruttolöhne i.H.v. 4,7% zurückzuführen sei. Die Auswirkungen der Konjunkturschwäche auf den Arbeitsmarkt werden als gering eingeschätzt. Der Beirat hält die Projektion der Bundesregierung weiterhin für vertretbar. Die Sachverständigen merken jedoch auch an, dass nach wie vor ein hohes Maß an Unsicherheit über die verwendeten Konjunkturindikatoren besteht. Insbesondere das Abklingen von angebotsseitigen Behinderungen in Form von Lieferschwierigkeiten und die zum Zeitpunkt der Sitzung herrschenden Turbulenzen am internationalen Bankenmarkt stellen für den Beirat wesentliche Unsicherheitsfaktoren dar.

Neue Arbeitsgrundlage für den Evaluationsausschuss

Im Zuge seiner Sitzung hat der Stabilitätsrat ein aktualisiertes Eckpunktepapier im Rahmen der Umsetzung der Haushaltsüberwachung zur Vermeidung einer drohenden Haushaltsnotlage beschlossen. Eine Neufassung war wegen der vollständigen Umsetzung der Schuldenbremse in den Ländern seit dem Jahr 2020 und der Aktualisierung des Stabilitätsratsgesetzes in diesem Zusammenhang erforderlich geworden, so der Stabilitätsrat. Das Eckpunktepapier dient dabei als Arbeitsgrundlage für den Evaluationsausschuss und konkretisiert die Vorgaben des Stabilitätsratsgesetzes und der Geschäftsordnung. Das Papier ist in drei Abschnitte gegliedert. Abschnitt 1 legt die Aufgaben fest, mit welchen der Evaluationsausschuss vom Stabilitätsrat betraut wurde. Im zweiten Abschnitt wird das Verfahren erläutert, welches zur Prüfung einer drohenden Haushaltsnotlage Anwendung findet. Der dritte Abschnitt präzisiert dann den Ablauf des Sanierungsverfahrens, welches nach Feststellung einer drohenden Haushaltsnotlage eingeleitet wird.

Drohende Haushaltsnotlage in Bremen unkommentiert

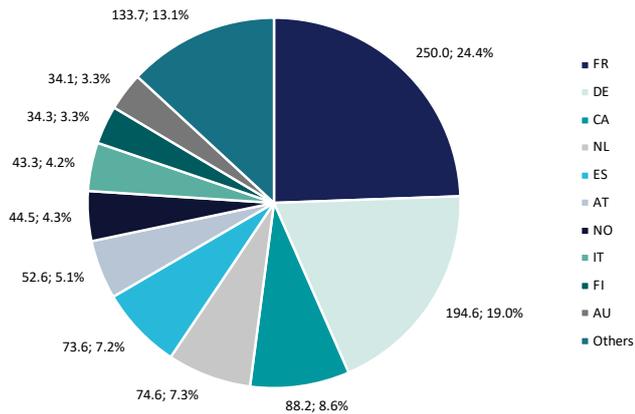
In unserer Ausgabe vom [Februar 2023](#) berichteten wir zuletzt über die aktuellen Entwicklungen bezüglich der Bremer Haushaltssituation. So wurde vom Stabilitätsrat im Dezember 2022 erneut eine drohende Haushaltsnotlage für die Hansestadt festgestellt. Es bleibt nach der 27. Sitzung weiter abzuwarten, wann genau Bremen – nach der nun erfolgten Wahl inklusive politischem „Stühlerücken“ – den Vorschlag für ein Sanierungsprogramm einreichen wird. Der Evaluationsausschuss rechnete im Dezember 2022 mit der Einreichung rechtzeitig vor der Sitzung des Stabilitätsrates zum Jahresende 2023. Da in der im Mai erfolgten Sitzung das weitere Vorgehen diesbezüglich nicht kommentiert wurde, halten auch wir diese Einschätzung weiterhin für vertretbar.

Fazit

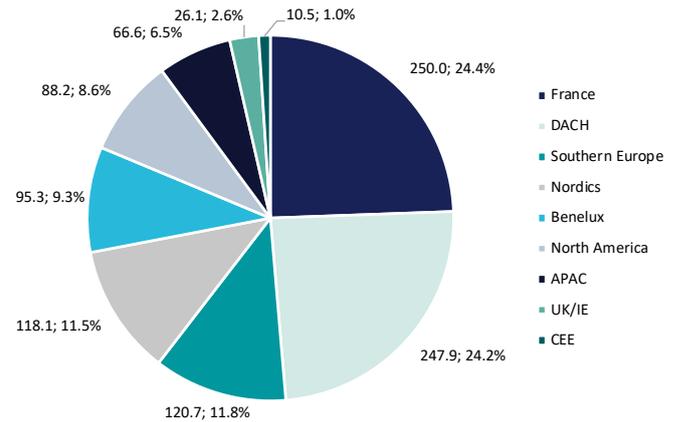
Die 27. Stabilitätsratssitzung befasste sich mit den gegenwärtigen Haushaltsplanungen vor dem Hintergrund derzeitiger wirtschaftlicher Entwicklungen. Durch die Betrachtung der projizierten Haushaltslagen kommender Jahre sowohl auf öffentlicher, als auch auf Bund- und Länderebene, galt es, Stellung im Rahmen aktueller Umstände zu beziehen. Dabei ist zunächst einmal eine Erholung der wirtschaftlichen Lage zu verzeichnen. Dazu haben vor allem die Anpassungen der privaten Haushalte und Unternehmen an die hohen Energiepreise und die damit verbundenen Einsparungen von Gas sowie die staatlichen Stabilisierungsmaßnahmen beigetragen. Nichtsdestotrotz bleibt die Belastung durch hohe Energiekosten und Inflation im zweiten Jahr des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine auf die konjunkturelle Entwicklung weiterhin bestehen. Folgerichtig stellt der Stabilitätsrat fest, dass die öffentlichen Haushalte nach wie vor großen Herausforderungen gegenüberstehen. Bezüglich der Einhaltung europäischer Vorgaben zur Haushaltsüberwachung sieht der Stabilitätsrat den aktuell beschrittenen Pfad im Einklang mit dem geltenden Regelwerk. Kritik an dieser Schlussfolgerung kommt insbesondere aus dem unabhängigen Beirat. Die Sachverständigen bemängeln in ihrer Stellungnahme eine veraltete und wenig aussagekräftige Datengrundlage. Darüber hinaus mahnen sie Bund und Länder zur Vorsicht bei der Nutzung von kreditfinanzierten Extrahaushalten. Diese würden zu einer de-facto Aushebelung der durch Artikel 109 GG geltenden Schuldenbremse führen, da sie zur Entstehung von Defiziten beitragen und die Aufgabe des Stabilitätsrats, die Regelkonformität der öffentlichen Finanzen zu überwachen, untergraben würden. Infolgedessen fordert der Beirat mehr Transparenz in den Projektionen der Extrahaushalte, u.a. durch einen gesonderten Ausweis von besonders gewichtigen Extrahaushalten wie dem Bundeswehrfonds auf Bundesebene und den Nebenhaushalten der Länder.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



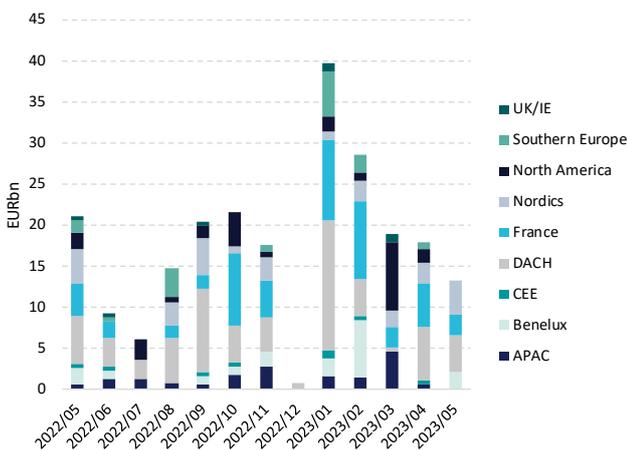
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



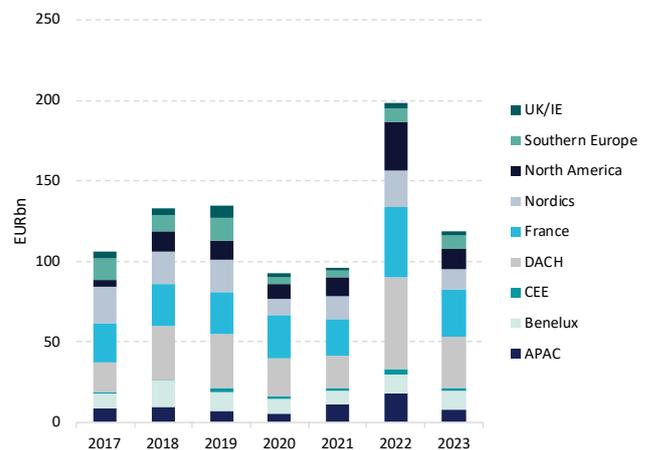
Top-10 Jurisdiktionen

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	250.0	240	16	0.97	9.6	5.2	1.17
2	DE	194.6	277	32	0.65	8.0	4.3	0.97
3	CA	88.2	66	0	1.31	5.5	2.9	0.91
4	NL	74.6	74	2	0.94	11.0	6.7	0.98
5	ES	73.6	59	6	1.14	11.1	3.6	1.93
6	AT	52.6	89	4	0.58	8.4	5.2	1.25
7	NO	44.5	53	12	0.84	7.3	3.9	0.57
8	IT	43.3	54	2	0.78	9.2	3.6	1.19
9	FI	34.3	38	3	0.88	7.2	3.8	1.08
10	AU	34.1	33	0	1.03	7.3	3.6	1.35

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

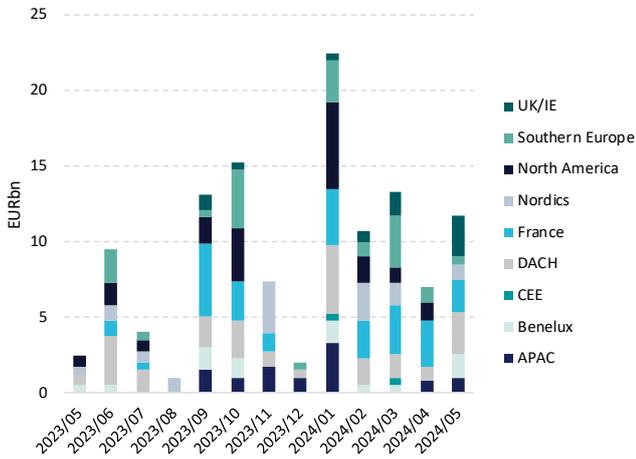


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

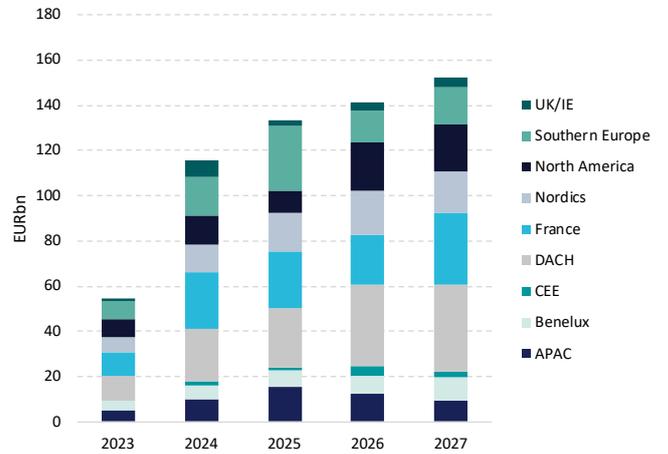


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

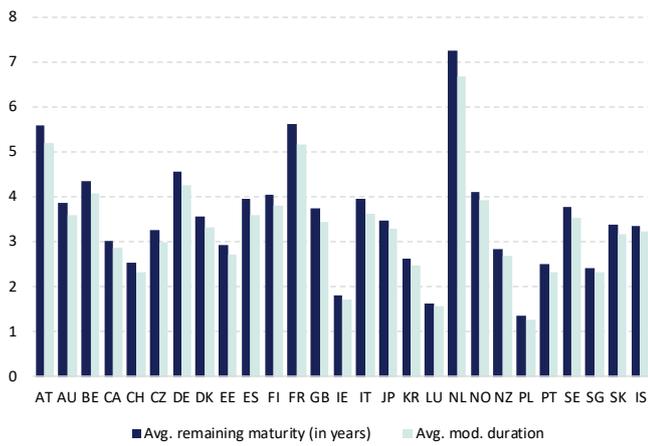
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



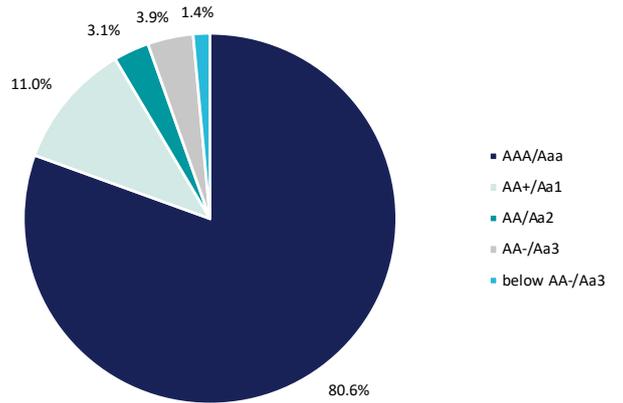
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



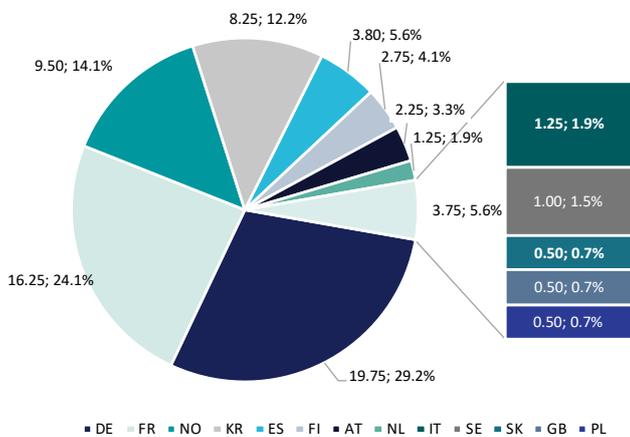
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



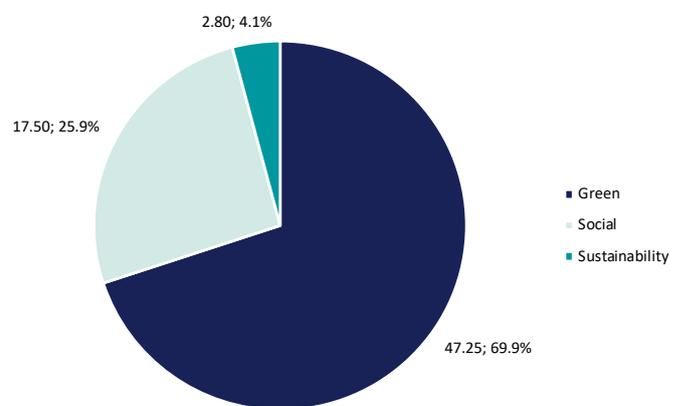
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

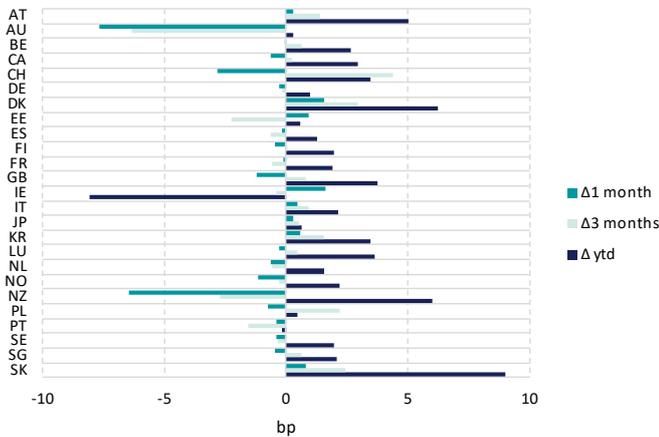


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

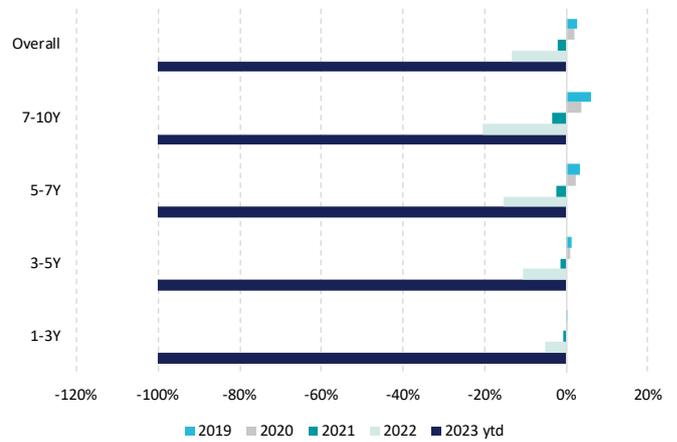


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

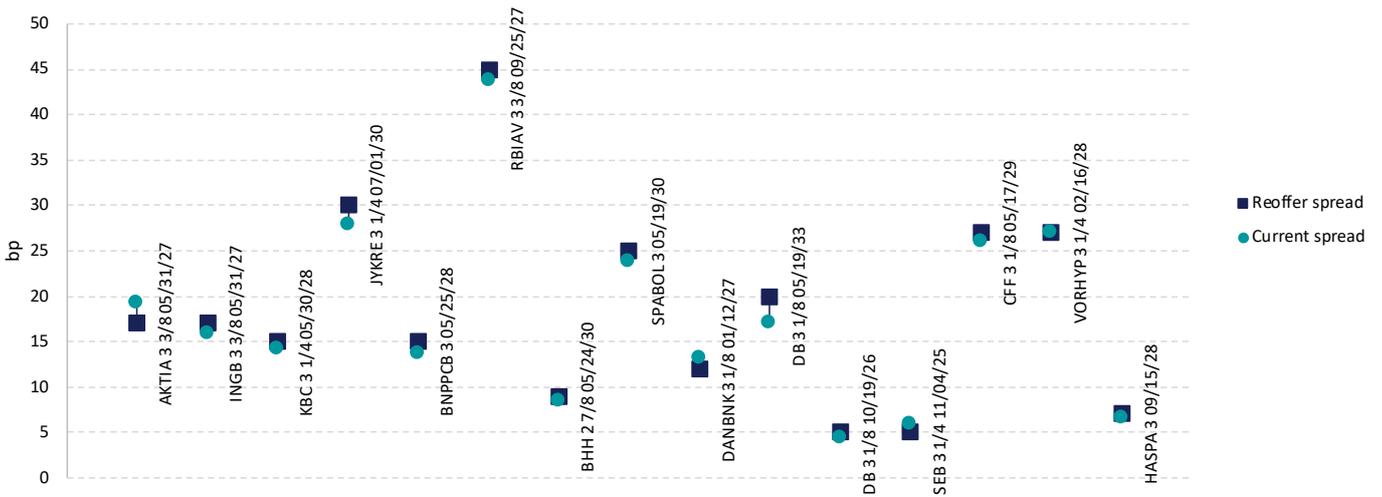
Spreadveränderung nach Land



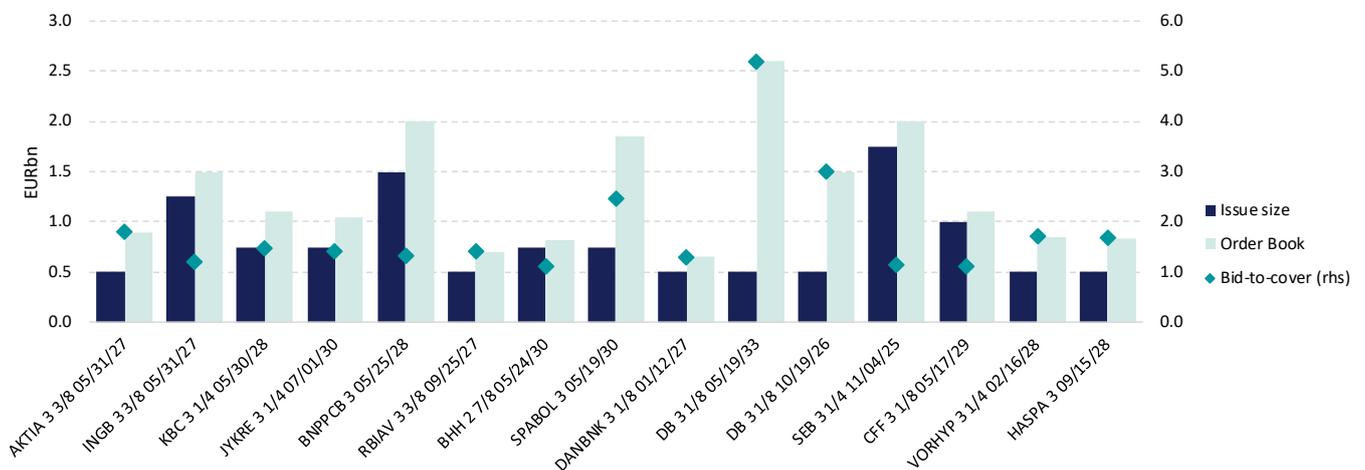
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

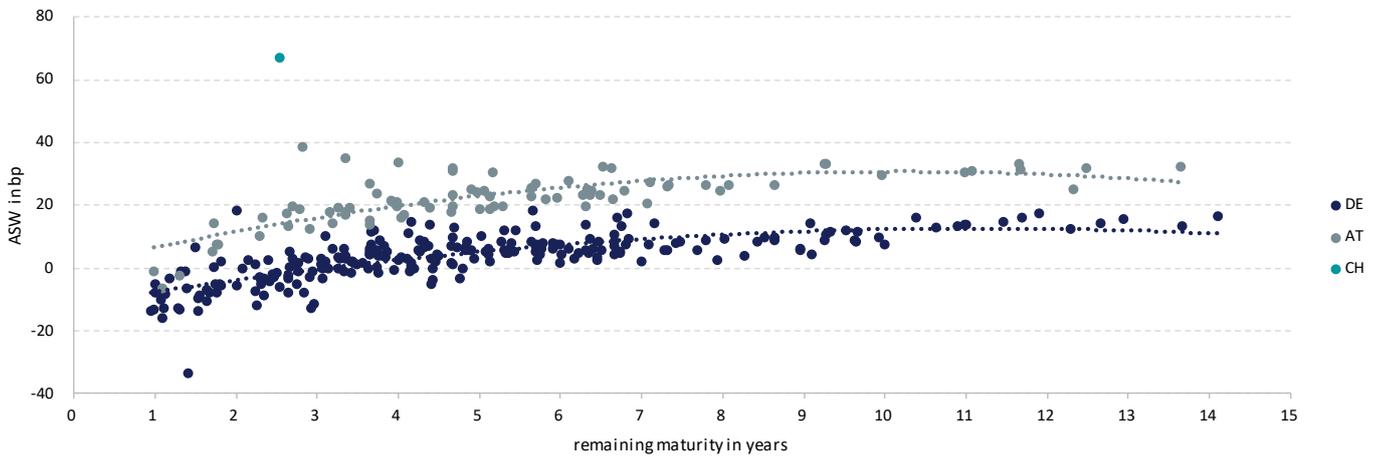


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

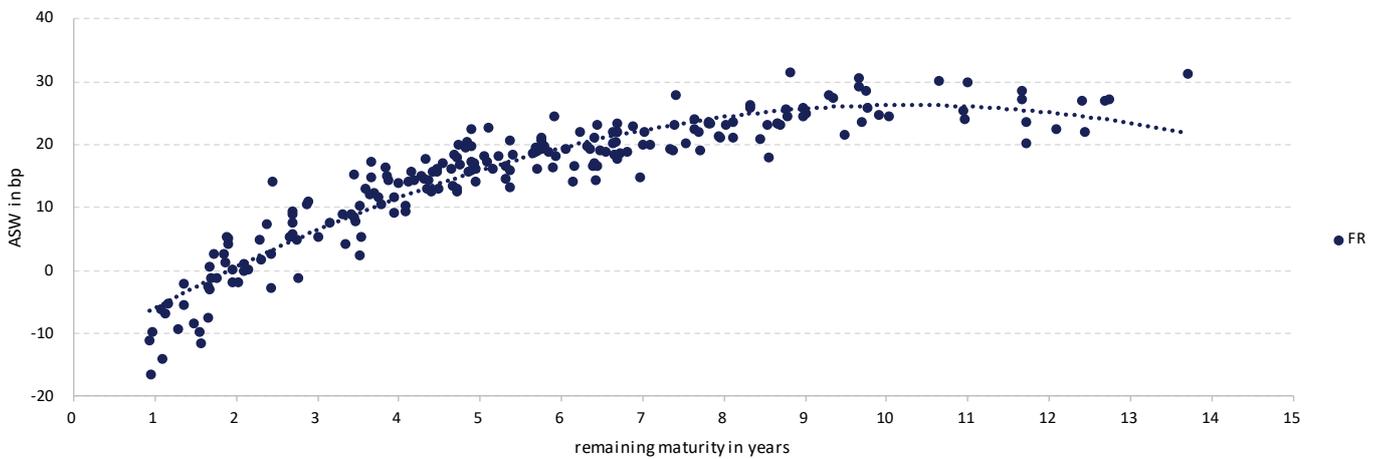


Spreadübersicht¹

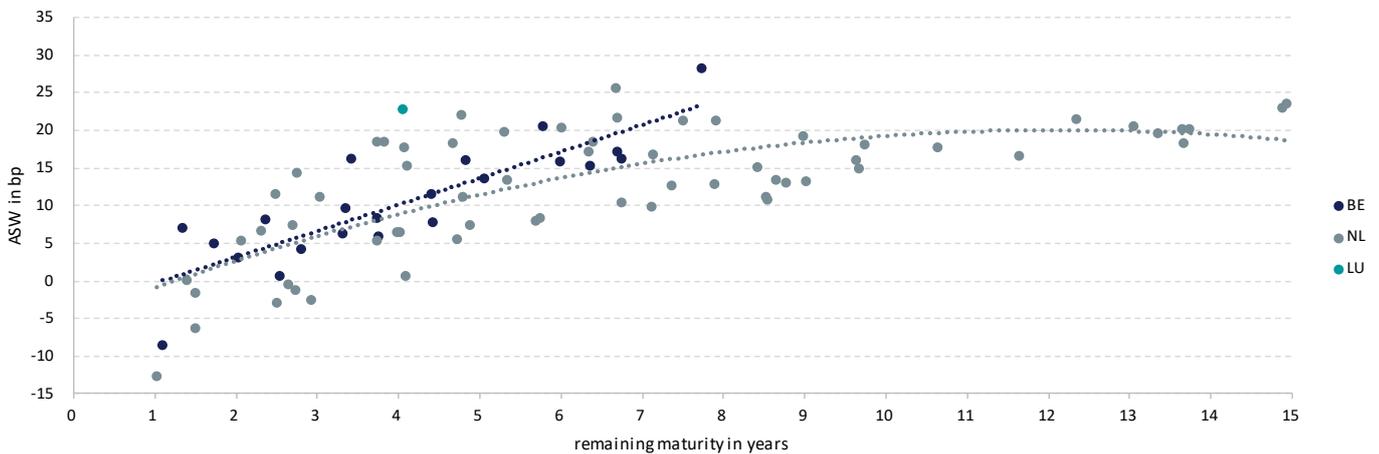
DACH 



France 

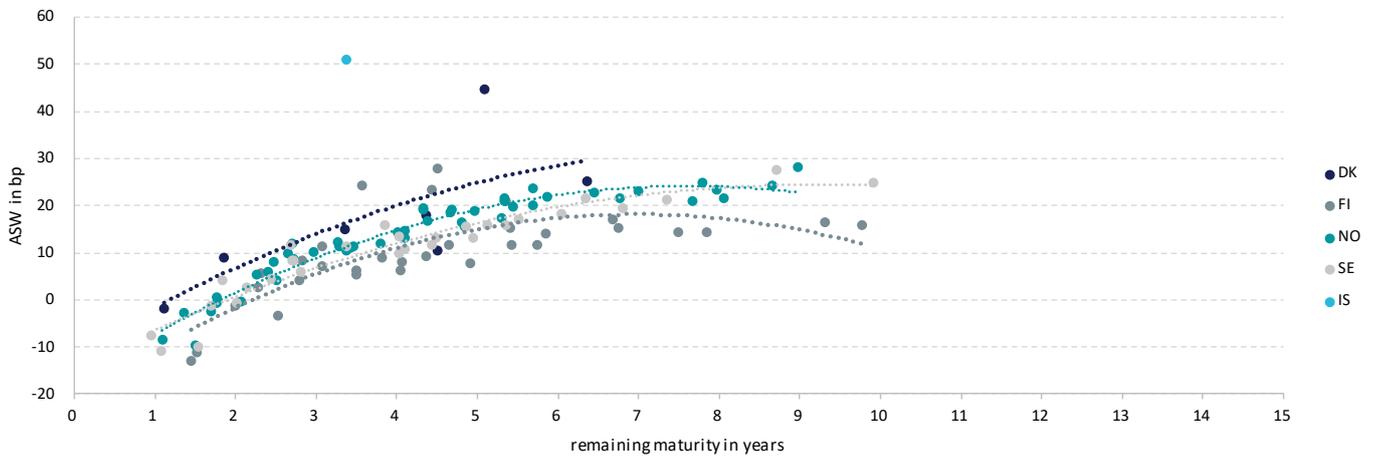


Benelux 

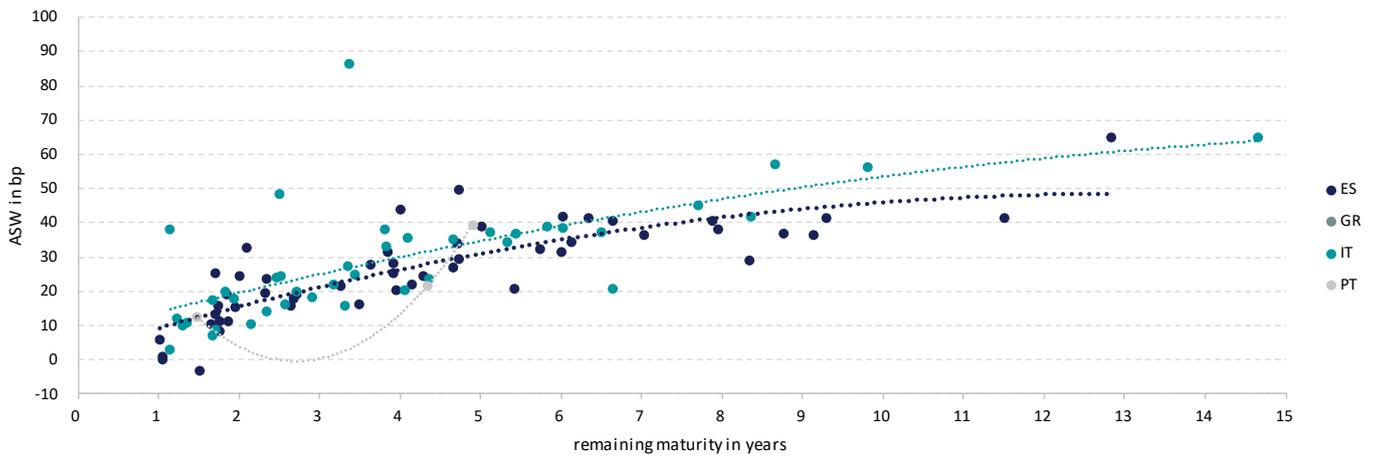


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research ¹Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

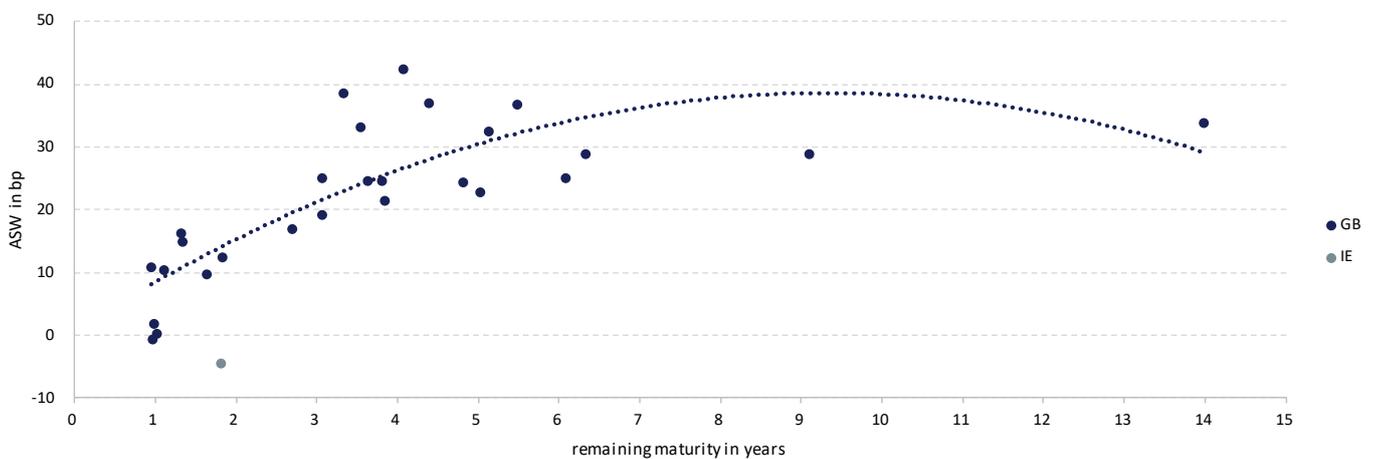
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



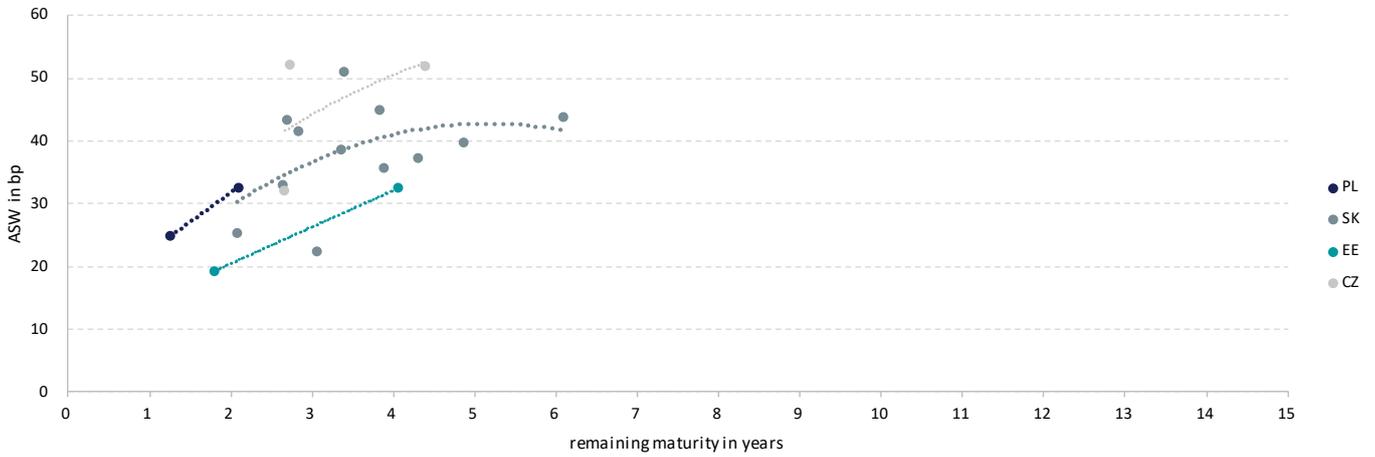
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



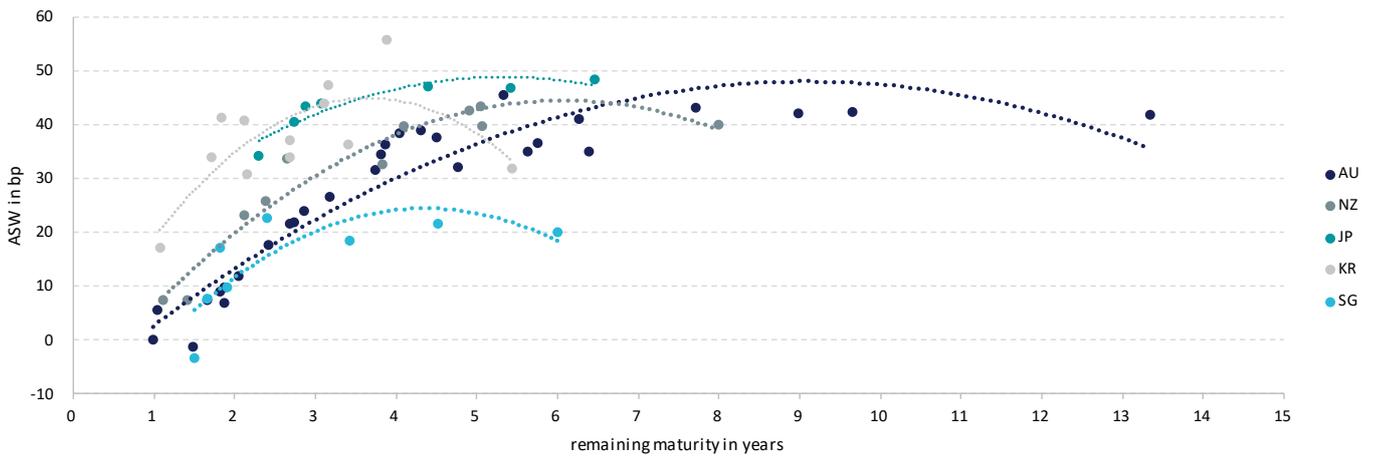
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



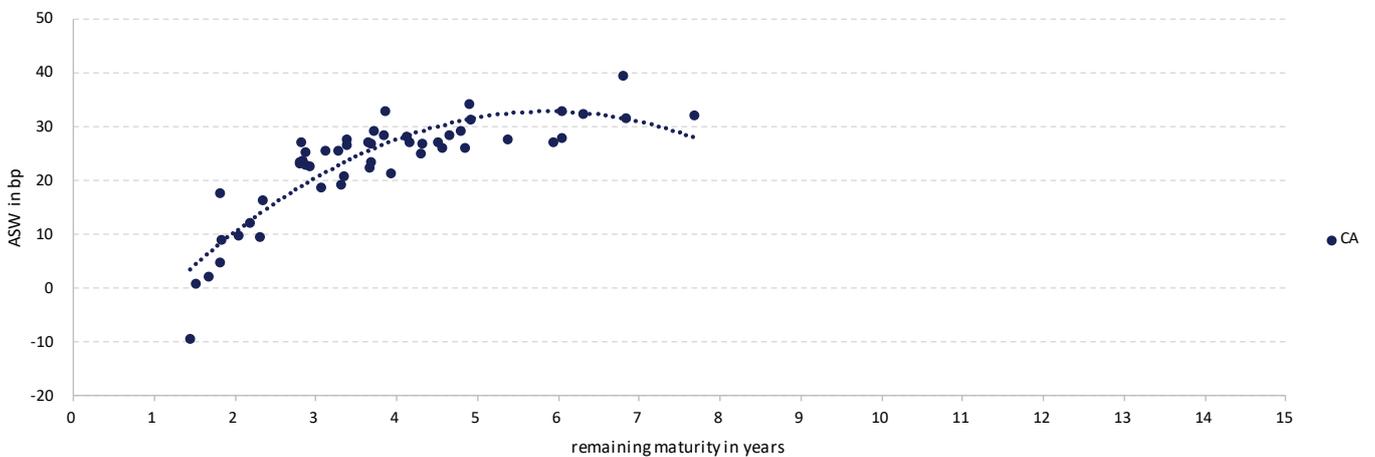
CEE 



APAC 



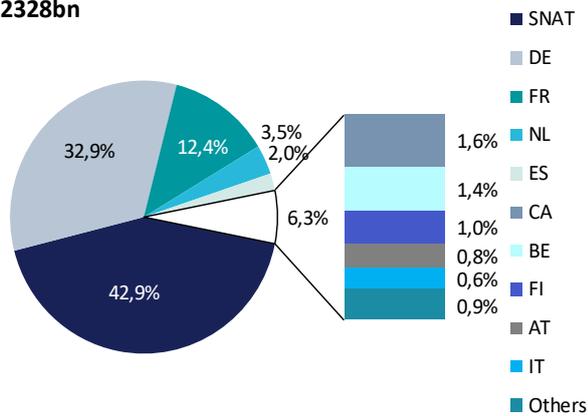
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

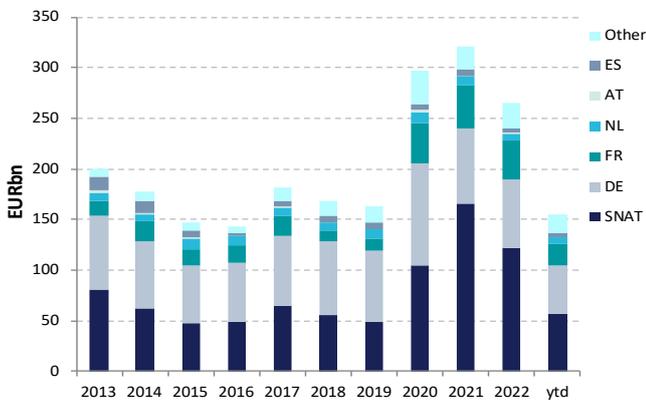
EUR 2328bn



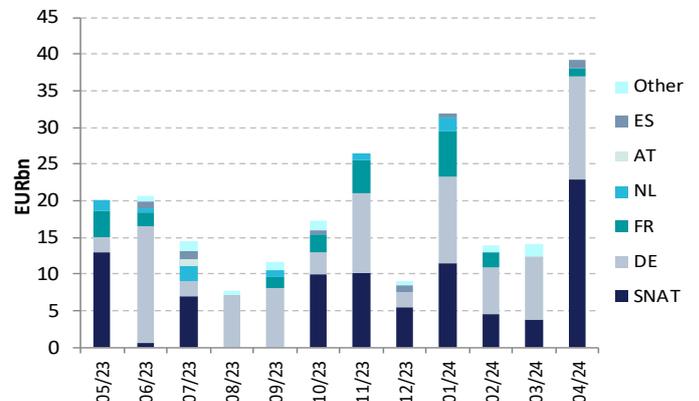
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	998,7	228	4,4	8,1
DE	766,4	566	1,4	6,2
FR	288,5	191	1,5	6,1
NL	81,1	71	1,1	6,5
ES	47,4	64	0,7	4,7
CA	37,5	25	1,5	4,4
BE	31,5	35	0,9	11,1
FI	22,6	25	0,9	5,1
AT	17,8	21	0,8	4,6
IT	15,0	19	0,8	4,8

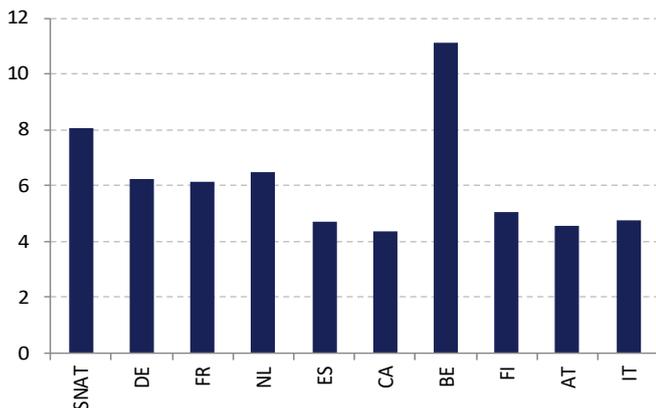
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



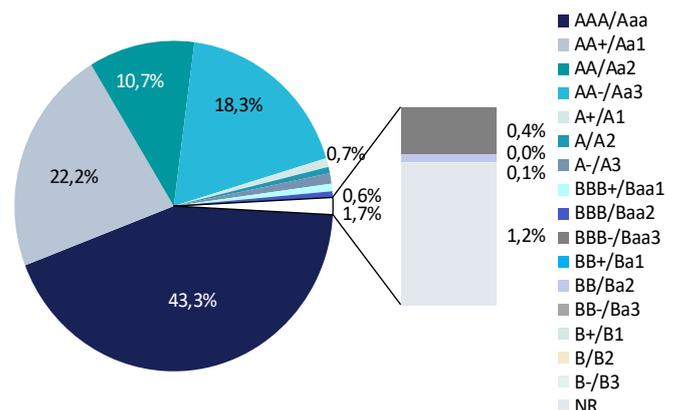
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



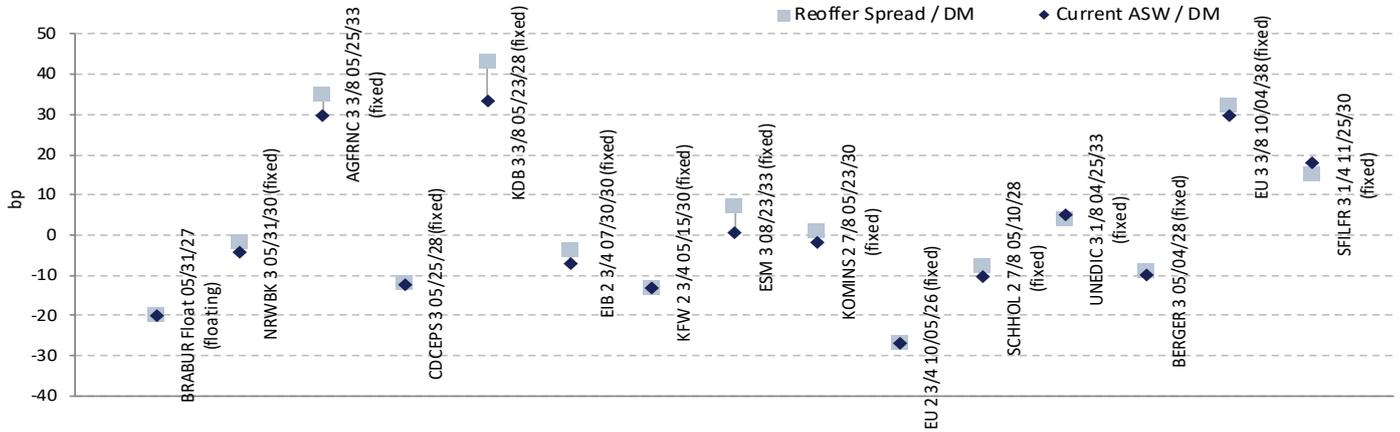
Vol. gew. Modified Duration nach Land



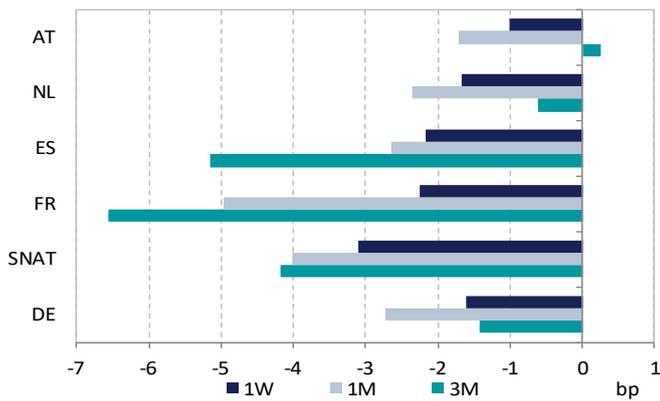
Ratingverteilung (volumengewichtet)



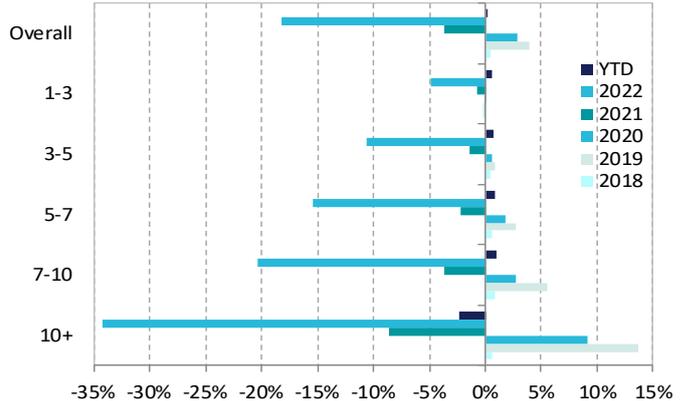
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



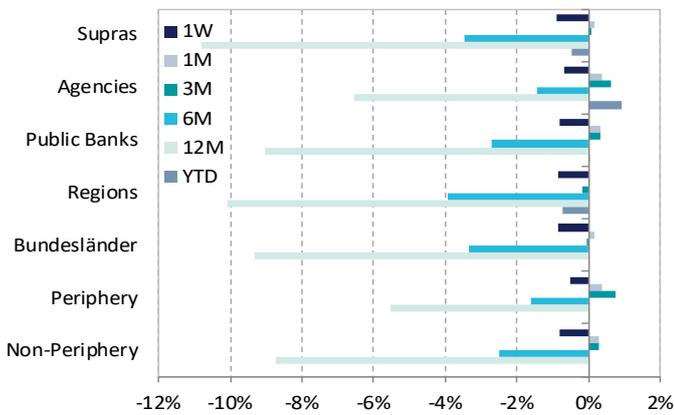
Spreadentwicklung nach Land



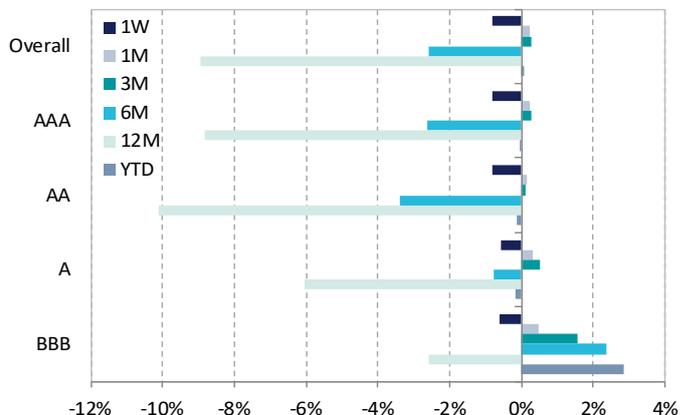
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

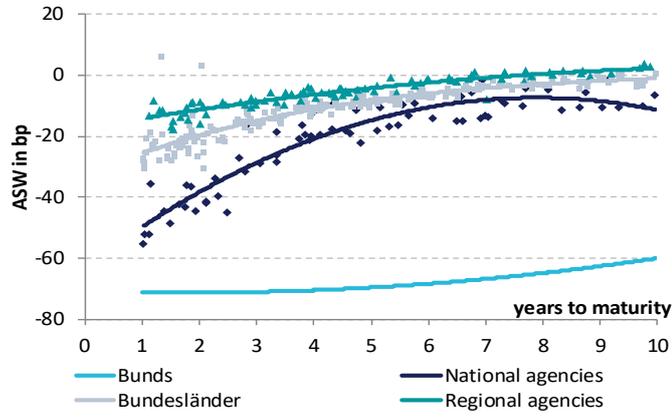


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

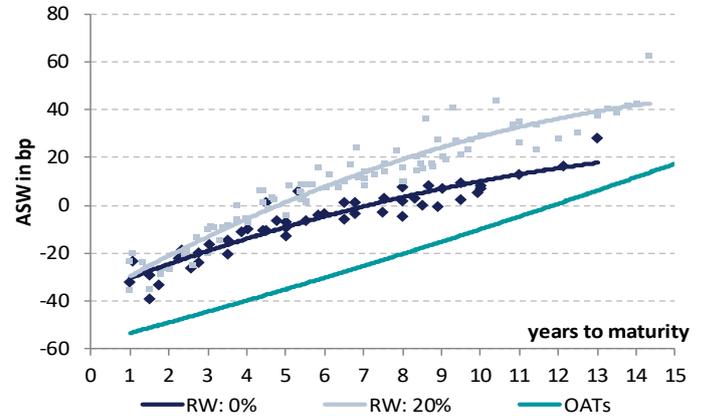


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

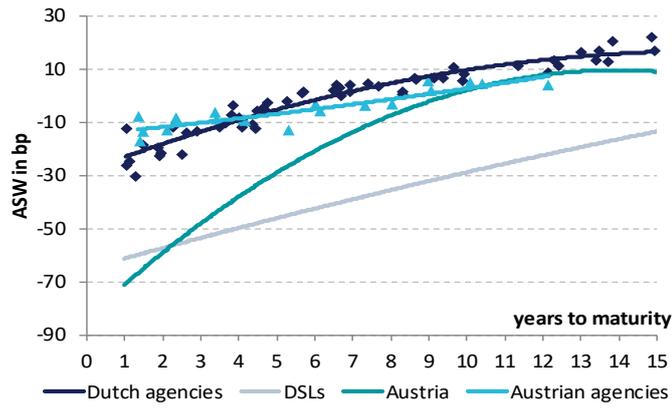
Germany (nach Segmenten)



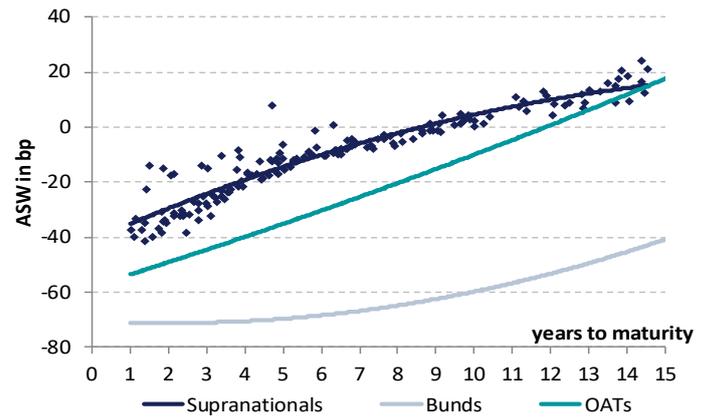
France (nach Risikogewichten)



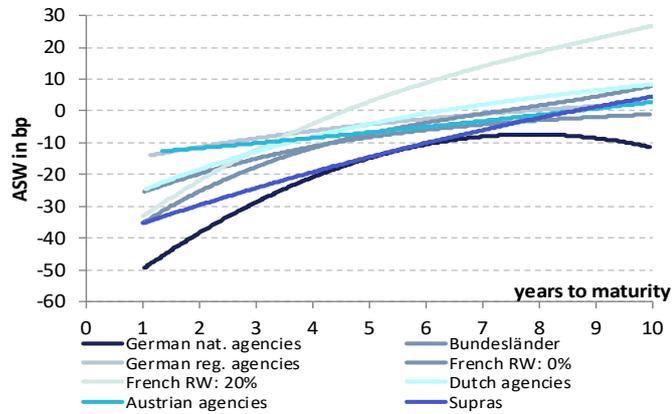
Netherlands & Austria



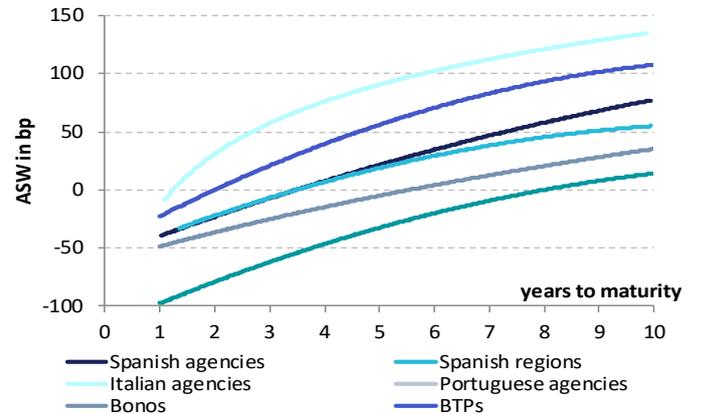
Supranationals



Core



Periphery



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

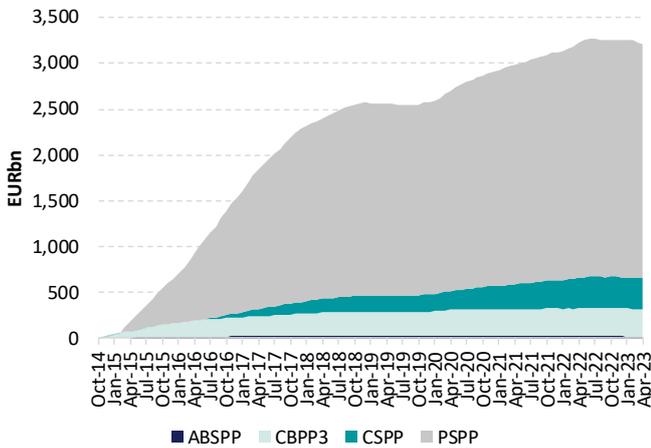
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

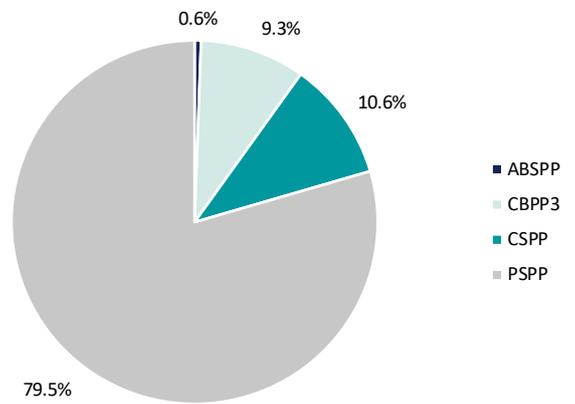
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Mar-23	19,464	299,707	341,974	2,569,835	3,230,980
Apr-23	18,491	298,627	341,574	2,557,798	3,216,490
Δ	-973	-1,080	-400	-12,037	-14,490

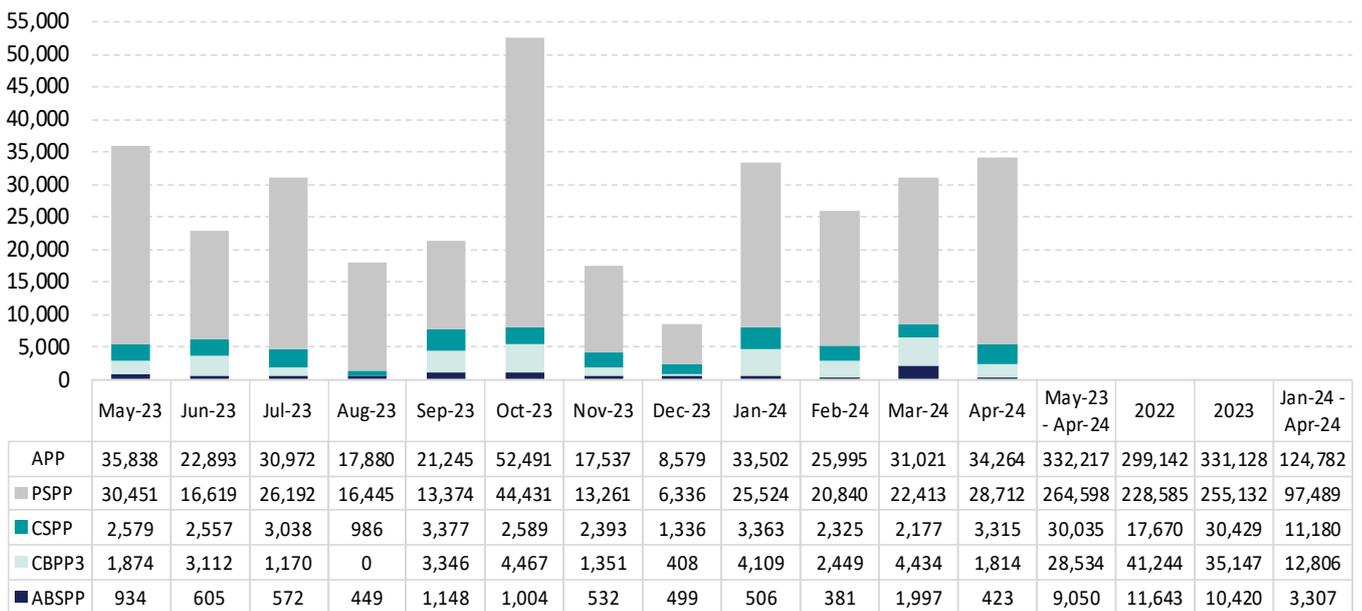
Portfolioentwicklung



Portfoliostruktur



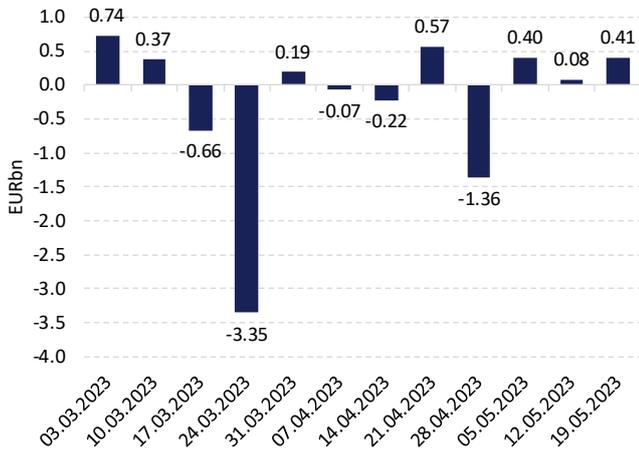
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



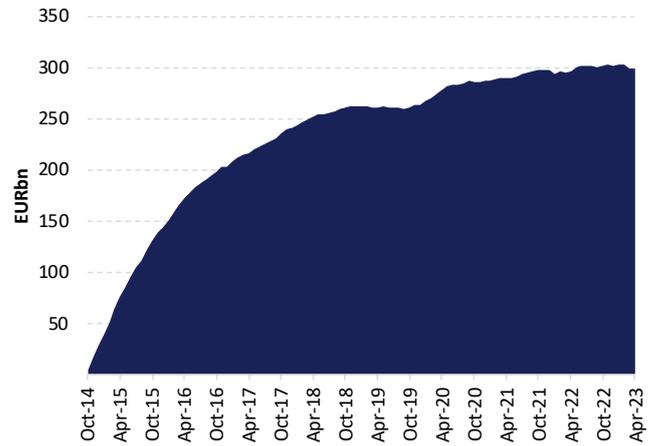
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

Wöchentliches Ankaufvolumen



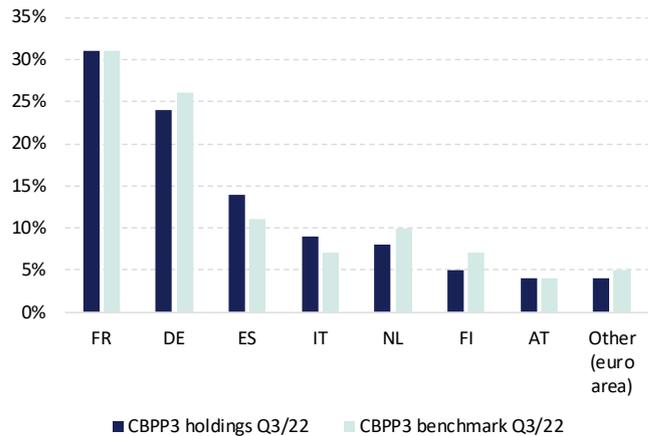
Entwicklung des CBPP3-Volumens



Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile

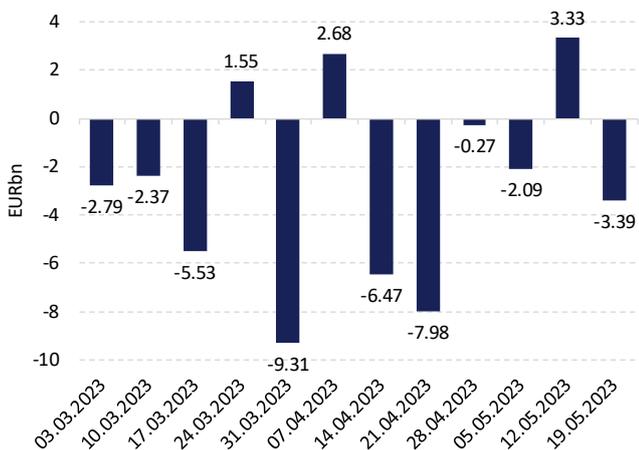


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

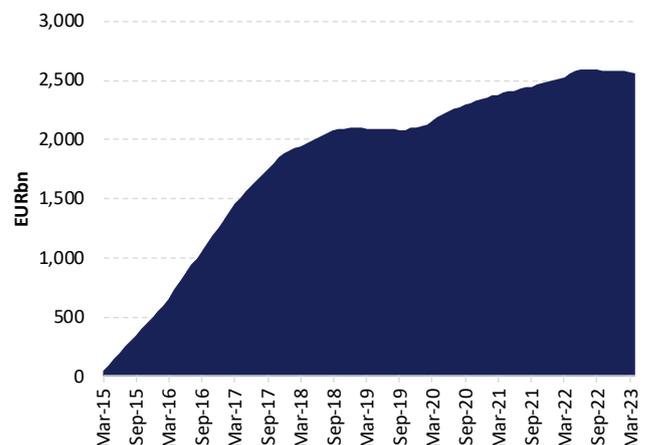


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen

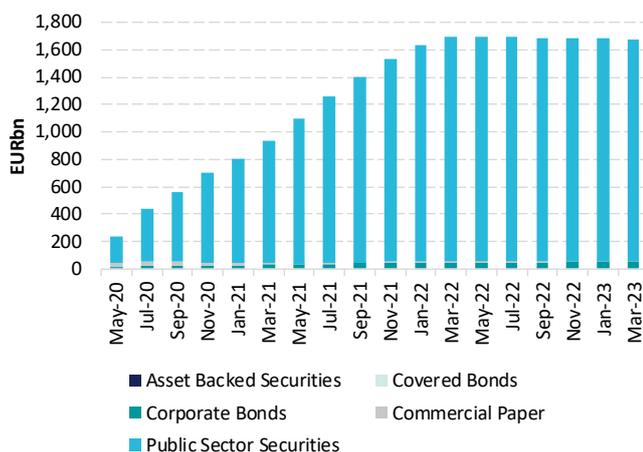


Entwicklung des PSPP-Volumens

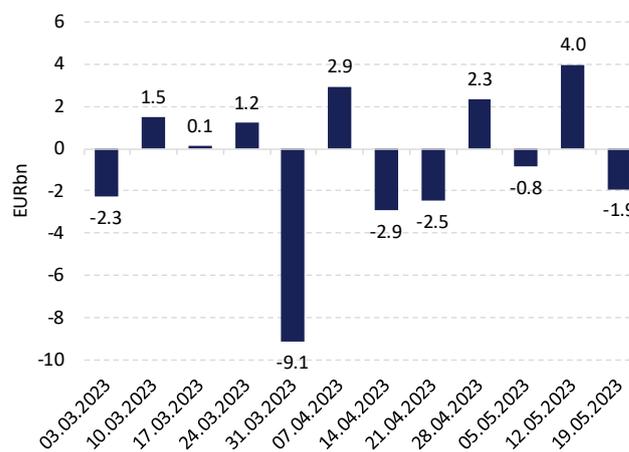


Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Portfolioentwicklung



Wöchentliches Ankaufsvolumen



Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Δ Bestand Vorperiode	Adj. Verteilungsschlüssel ¹	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel ²	Ø Restlaufzeit (in Jahren) ³	Marktdurchschnitt ⁴ (in Jahren)
AT	45,107	588	2.6%	2.7%	0.1%	7.3	7.5
BE	56,425	-380	3.3%	3.4%	0.1%	6.3	9.2
CY	2,493	6	0.2%	0.2%	0.0%	8.1	8.0
DE	398,924	593	23.7%	24.0%	0.3%	6.8	7.1
EE	256	0	0.3%	0.0%	-0.2%	7.2	7.2
ES	195,878	-1,382	10.7%	11.8%	1.1%	7.3	7.4
FI	26,890	745	1.7%	1.6%	0.0%	7.5	7.9
FR	296,890	2,093	18.4%	17.9%	-0.5%	7.7	7.8
GR	37,726	-1,847	2.2%	2.3%	0.0%	8.6	9.3
IE	25,104	173	1.5%	1.5%	0.0%	9.2	10.0
IT	289,726	631	15.3%	17.4%	2.2%	7.2	6.9
LT	3,305	34	0.5%	0.2%	-0.3%	9.2	8.8
LU	1,941	23	0.3%	0.1%	-0.2%	5.8	7.9
LV	1,954	20	0.4%	0.1%	-0.2%	7.7	7.9
MT	607	1	0.1%	0.0%	-0.1%	10.3	8.6
NL	81,616	-1,171	5.3%	4.9%	-0.4%	7.8	8.7
PT	33,964	-516	2.1%	2.0%	-0.1%	7.0	7.5
SI	6,344	41	0.4%	0.4%	-0.1%	8.9	9.3
SK	7,839	65	1.0%	0.5%	-0.6%	8.3	8.5
SNAT	148,088	1,173	10.0%	8.9%	-1.1%	10.2	8.9
Total / Avg.	1,661,078	892	100.0%	100.0%	0.0%	7.6	7.6

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras

² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel

³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP angekauften Anleihen

⁴ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

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

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
17/2023 ♦ 17. Mai	<ul style="list-style-type: none"> ESG-Update 2023 ins Spotlight gerückt Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2023
16/2023 ♦ 10. Mai	<ul style="list-style-type: none"> Die EZB und der Covered Bond-Markt: Alte und neue Einflüsse Update: Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER)
15/2023 ♦ 26. April	<ul style="list-style-type: none"> EZB-Preview: Zwei Herzen in einer Brust? EBA Risk Dashboard zeichnet solides Bild im IV. Quartal 2022
14/2023 ♦ 19. April	<ul style="list-style-type: none"> Die Kreditvergabe in der Eurozone und Deutschland Der französische Agency-Markt im Überblick
13/2023 ♦ 05. April	<ul style="list-style-type: none"> Angebotsprognose ohne großen Anpassungsbedarf Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
12/2023 ♦ 29. März	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick NGEU: Green Bond Dashboard
11/2023 ♦ 22. März	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bonds: Im Bann von Bankenkrise und EZB-Falken? EUR-ESG-Benchmarks im bisherigen SSA-Jahr 2023
10/2023 ♦ 15. März	<ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2022 Kreditemächtigungen der deutschen Bundesländer 2023
09/2023 ♦ 08. März	<ul style="list-style-type: none"> EZB-Preview: „Soft Landing“ erlaubt „Hard Ball“ bei Leitzinsen Wo steht der Pfandbrief im Covered Bond-Universum?
08/2023 ♦ 01. März	<ul style="list-style-type: none"> Der Covered Bond-Markt und die EZB: Ein Ende auf Raten? Beyond Bundesländer: Großraum Paris (IDF und VDP) im Fokus
07/2023 ♦ 22. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Italiens Markt für Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat Europäische Supranationals im Überblick
06/2023 ♦ 15. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Laufzeitaufschläge bei Covered Bonds Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Ein Blick auf die EU: Durch die Krise zum Megaemittenten
05/2023 ♦ 08. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Januar 2023: Rekordstart ins neue Covered Bond-Jahr SSA-Monatsrückblick: Emissionsstark in das neue Jahr gestartet
04/2023 ♦ 01. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Kanada Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf die Slowakei und Tschechien 26. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2022)
03/2023 ♦ 25. Januar	<ul style="list-style-type: none"> EZB-Preview: Ohren auf bei der Pressekonferenz! Erfolgreicher Jahresstart auch für EUR-Subbenchmarks ESG-Covered Bonds aus Frankreich: La Banque Postale SFH begibt ihren ersten sozialen Covered Bond
02/2023 ♦ 18. Januar	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Belgien Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick Beyond Bundesländer: Belgische Emittenten im Fokus

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide Covered Bonds 2022](#)

[Covered Bond-Richtlinie: Auswirkungen auf Risikogewichte und LCR-Level](#)

[Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds](#) (halbjährlich aktualisiert)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2023](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2022](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2022](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2022](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2023](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2023](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

[Beyond Bundesländer: Großraum Paris im Spotlight \(IDF/VDP\)](#)

[Spanische Regionen im Spotlight](#) (Update 2023 geplant)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2023](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Alles neu macht der Mai... Oder: Die Macht vergangener Zinsschritte!](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Rückgrat in stürmischen Zeiten?!](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Der Fahrplan in Richtung QT](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Markets Strategy & Floor Research



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds/Banks

+49 172 354 8977

frederik.kunze@nordlb.de



Melanie Kiene

Covered Bonds/Banks

+49 172 169 2633

melanie.kiene@nordlb.de



Stefan Rahaus

Covered Bonds/Banks

+49 172 6086 438

stefan.rahaus@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Valentin Jansen

SSA/Public Issuers

+49 157 8516 7232

valentin.jansen@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

Relationship Management

Institutionelle Kunden	rm-vs@nordlb.de
Öffentliche Kunden	rm-oek@nordlb.de

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, zu kopieren 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 lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende 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. Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar.

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. Für die Erstellung dieser Information nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. 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 Warendermingschäfte 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 wurde 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 Bundesbankenkommission (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.

Redaktionsschluss: 24. Mai 2023 08:52 Uhr