



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	6
Das „V“ in der LTV-Berechnung: Trotz EU-Richtlinie weiterhin unterschiedliche Ansätze	10
28. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2023)	15
Charts & Figures	
Covered Bonds	20
SSA/Public Issuers	26
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	29
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	30
Ausgaben im Überblick	31
Publikationen im Überblick	32
Ansprechpartner in der NORD/LB	33

Flooranalysten:

Covered Bonds/Banks

Dr. Frederik Kunze
frederik.kunze@nordlb.de

Lukas Kühne
lukas.kuehne@nordlb.de

SSA/Public Issuers

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

Christian Ilchmann
christian.ilchmann@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
lukas-finn.frese@nordlb.de

NORD/LB:
[Floor Research](#)

NORD/LB:
[Covered Bond Research](#)

NORD/LB:
[SSA/Public Issuers Research](#)

Bloomberg:
[RESP NRDR <GO>](#)

Marktüberblick

Covered Bonds

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Lukas Kühne

Primärmarkt: Wir freuen uns (noch) längere Laufzeiten, weitere Debütanten und seltene Gäste im EUR-Benchmarksegment willkommen zu heißen!

Vor der EZB-Sitzung am morgigen Donnerstag (vgl. [EZB-Preview](#)) präsentiert sich der Covered Bond-Markt abermals von seiner energiegeladenen Seite. Und mit Blick auf die vergangenen fünf Handelstage dürfen wir durchaus von einer erfreulich lebhaften Dynamik sprechen. Dies gilt mit elf Deals nicht allein in Bezug auf die Anzahl der Emissionen oder das neuplatzierte Volumen (EUR 9,9 Mrd.). Es ist auch die bunte Mischung aus (neuen) strukturellen Aspekten. So durften wir zwei EUR-Benchmarkdebütanten willkommen heißen. Im Rahmen unserer Wochenpublikation haben wir bereits die erste EUR-Benchmark der südkoreanischen Shinhan Bank kommentiert und können nun über ein gelungenes Debüt sprechen. Der Deal über EUR 500 Mio. (3,0y; Green) war bei einem finalen Spread von ms +54bp vierfach überzeichnet. Auch die Oldenburgische Landesbank (OLB; vgl. [Issuer View](#)) erfreute sich im Rahmen ihres Benchmarkdebüts einer hohen Nachfrage und konnte nach einer anfänglichen Guidance von ms +65bp area den finalen Spread für den Hypothekenpfandbrief (EUR 500 Mio.; WNG; 8,0y) auf ms +59bp und damit um sechs Stellen reinziehen. Mit einem Schiffspfandbrief zeigte sich, mit Blick auf die Assetklasse, ein seltener Gast am Primärmarkt. Die Hamburg Commercial Bank (HCOB; vgl. [Issuer View](#)) öffnete am gestrigen Dienstag die Bücher für ihren ersten Schiffspfandbrief im Benchmarkformat (EUR 500 Mio.; WNG; 2,0y) seit Mai 2022. Das finale Orderbuch summierte sich auf EUR 4,0 Mrd. und der Reoffer-Spread wurde bei ms +73bp (Guidance: ms +83bp area) fixiert. Schließlich stellt Societe Generale SFH den eigenen Tatendrang mit einer Benchmark, mit einer anfänglichen Laufzeit von zwölf Jahren, unter Beweis. Mit Cajamar Caja Rural zeigte sich außerdem der erste „Spanier“ in diesem Jahr erfolgreich am Markt. Die Spanier konnten ihre EUR-Benchmark (EUR 600 Mio.; 5,5y) bei ms +78bp bei den Investoren platzieren. Die für das lange Ende angetestete Nachfrage reichte beim 12,0y-Deal der SG SFH Dual Tranche (3,0y; EUR 1,3 Mrd. bei ms +20bp & 12,0y; EUR 1,0 Mrd. bei ms +50bp) für ein Orderbuch im Volumen von EUR 2,1 Mrd. Wir rechnen durchaus mit Nachahmern aus denjenigen Jurisdiktionen, aus welchen heraus die zehn Jahre bereits erfolgreich bespielt wurden – darunter neben Frankreich auch Deutschland und die Niederlande.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Societe Generale	FR	23.01.	FR001400NJB1	3.0y	1.25bn	ms +20bp	AAA / Aaa / -	-
Societe Generale	FR	23.01.	FR001400NJ99	12.0y	1.00bn	ms +50bp	AAA / Aaa / -	-
HCOB	DE	23.01.	DE000HCB0B28	2.0y	0.50bn	ms +73bp	- / Aa3 / -	-
Rabobank	NL	23.01.	XS2756520248	10.0y	1.50bn	ms +37bp	- / Aaa / -	-
OLB	DE	22.01.	DE000A11QJS1	8.0y	0.50bn	ms +59bp	- / Aa1 / -	-
Shinhan Bank	KR	22.01.	XS2740452649	3.0y	0.50bn	ms +54bp	AAA / Aaa / -	X
Credit Mutuel	FR	22.01.	FR001400NIS7	7.0y	1.50bn	ms +40bp	- / Aaa / -	-
La Banque Postale	FR	19.01.	FR001400NGT9	10.0y	0.75bn	ms +45bp	- / - / AAA	X
Cajamar	ES	18.01.	ES0422714206	5.5y	0.60bn	ms +78bp	- / - / AA+	-
CAFFIL	FR	17.01.	FR001400NE03	9.8y	1.00bn	ms +47bp	- / Aaa / AA+	-
Banco BPM	IT	17.01.	IT0005580771	6.0y	0.75bn	ms +77bp	- / Aa3 / -	-

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

Sekundärmarkt: Neuemissionen performen und Kurven weiten sich

Für den Sekundärmarkt lässt sich auch für die vergangenen fünf Handelstage ein weitgehend unverändertes Bild zeigen. Demnach erscheinen die frisch platzierten Deals sowohl im Vergleich zu den ausstehenden Covered Bonds als auch – assetklassenübergreifend – aus Relative Value-Gesichtspunkten attraktiv, womit sich insbesondere die Performance der Neuemissionen erklären lässt. Dies hat auch situative Wechselwirkungen mit dem Primärmarkt. So lässt sich ein gewisses Einengen der NIPs beobachten sowie in der Tendenz eher stagnierende Spreadniveaus. Dies gilt nicht für alle frischen Deals, kann aber durchaus wiederum auf den Sekundärmarkt zurückstrahlen. Sollte sich die „imaginäre Lücke“ zwischen den Kurven und den neuen Deals substantiell einengen, könnte dies auch zu einem Wendepunkt am Primärmarkt werden.

Covered Bond-Markt Slowakei: Moody's legt Einschätzung zum Rechtsrahmen vor

Im Nachgang der Finalisierung der Überführungen der Vorgaben der EU Covered Bond-Richtlinie in nationales Recht passen die Risikoexperten von Moody's auch sukzessive ihre Analysen der individuellen Covered Bond-Gesetzgebungen an. Vor wenigen Tagen hat die Agentur nunmehr ein Update für die Slowakei vorgelegt. Dabei wurden einige Stärken des Rechtsrahmens hervorgehoben. Dies schließt die Ausgestaltung des 180-Tage-Liquiditätspuffers ebenso ein, wie die Möglichkeit zur Fälligkeitsverschiebung, welche die Refinanzierungsrisiken reduziert. Auch die gesetzlichen Regelungen zur Überführung eines Covered Bond-Programms von einer „ausgefallenen“ Bank zu einem neuen Institut hebt Moody's als starkes Merkmal hervor. Die Agentur stellt fest, dass zwar jährliche Stresstests vom Gesetzgeber vorgegeben würden. Allerdings fehlten hier spezifische gesetzliche Anforderungen an den Umgang mit Zins- und Währungsrisiken. Die Slowakei gehört zu den generisch wachsenden Covered Bond-Märkten in der CEE-Region. Insbesondere im Vergleich zu den Peers der Region, die nicht Teil der Eurozone sind, verfügen die slowakischen Banken unseres Erachtens über den Vorteil weitaus niedriger ausfallender Hedgingkosten mit Blick auf Währungsrisiken. In der aktuellen Zusammensetzung des iBoxx EUR Covered sind mit Prima Banka Slovensko, Slovenska Sporitelna, Tatra Banka und VUB Banka vier Institute vertreten. Das Volumen liegt insgesamt bei EUR 7,5 Mrd. (verteilt auf 15 Bonds). In 2024 rechnen wir (nach EUR 3,0 Mrd. in 2023) mit einem Emissionsvolumen in der Größenordnung von EUR 1,5 Mrd. Wir sehen die CEE-Region insgesamt durchaus als Wachstumsmarkt an und rechnen mit einer zunehmenden Bedeutung von Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat für die Refinanzierung der Institute in der Region. Die gedeckte Refinanzierung sehen wir hier nicht nur als veritablen Steigbügelhalter für das Kapitalmarktfunding, welches in einigen Jurisdiktionen noch eher eine Nischenrolle spielt, sondern auch als validen Katalysator für die grüne Transformation in der Region an.

In eigener Sache: NORD/LB Regulatory Update 2024 am 29. Februar in Hannover

Auch in diesem Jahr laden wir wieder sehr herzlich zu unserem NORD/LB Regulatory Update nach Hannover ein. Gern möchten wir erneut gemeinsam mit Ihnen den Fokus auf aktuelle und marktrelevante Entwicklungen in der Bankenregulatorik legen. Außerdem liegt ein weiterer Schwerpunkt des Updates auf den im Vergleich eher neuen Anforderungen aus dem ESG-Umfeld. Wir freuen uns, Ihnen eine interessante Mischung aus fachlichen Beiträgen und Einblicken aus der angewendeten Praxis bieten zu können und bedanken uns schon jetzt bei den Rednerinnen und Rednern aus der Wissenschaft sowie Branchenverbänden, Kreditwirtschaft und der Beratung, die unser Regulatory Update bereichern werden.

Scope veröffentlicht Outlook 2024 für das Covered Bond-Segment, ...

Vor wenigen Tagen haben die Risikoexperten das Bild der Covered Bond-Ausblicke der, im Rahmen des Eurosystem Credit Assessment Framework (ECAF), anerkannten externen Institute (External Credit Assessment Institutions, ECAI) komplettiert. Im Rahmen unserer Wochenpublikation haben wir bereits die Ausblicke von DBRS, Moody's, S&P und Fitch kommentiert. Der [Ausblick von Scope](#) wurde auch in 2024 wie in den Vorjahren kurz nach dem Jahresstart vorgelegt und schließt damit die Erfahrung des Jahresstarts mit ein. Hier resümieren die Risikoexperten von Scope treffend, dass „wir zurück in einem Käufermarkt“ sind. Dabei liegt der Fokus der Investoren wieder verstärkt auf der Kreditqualität von Emittenten und Deckungsstöcken sowie Marktrisiken. Dies würde auch die Differenzierung der Spreads stärker vorantreiben, so Scope. Die Agentur rechnet mit einem frischen EUR-Benchmarkvolumen in der Größenordnung von EUR 160 bis 170 Mrd., welches durch die Fälligkeiten (rund EUR 110 Mrd.) sowie erwarteten Zinssenkungen und einer stärkeren Fokussierung der Banken auf die Optimierung der eigenen Fundingkosten angetrieben würde. Geopolitische Krisen dürften dem „Safe Haven“-Produkt eher eine Unterstützung bieten. Gleichzeitig benennt Scope aber auch geldpolitische Unsicherheitsfaktoren – noch im Kontext des CBPP3 bzw. von TLTRO III, aber auch mit Blick auf die Mindestreserveanforderungen. Bezogen auf das breite Feld der Energieeffizienz von Gebäuden könnte 2024 nach Auffassung von Scope einen Wendepunkt hervorbringen. Diese Einschätzung basiert auf den aktuellen Entwicklungen um die Energy Performance Building Directive (EPBD), welche insbesondere für die Bewertungen von weniger energieeffizienten Wohnhäusern und Gewerbeimmobilien einen zusätzlichen Druckpunkt mit sich bringt.

... legt detaillierte Einschätzung zu Immobilienmärkten vor...

Druckpunkte werden auch für den Immobilienmarkt insgesamt gesehen. Hier zeichnen die Risikoexperten bei der Formulierung ihrer Erwartungen ein heterogenes Bild und stellen zunächst rückblickend fest, dass sich 2023 die Preise für Wohnimmobilien überraschend robust präsentiert haben. So hätten hier aus dem Länderkreis EU zzgl. Schweiz/UK lediglich die Länder Luxemburg, Deutschland, Finnland, Schweden und Dänemark Korrekturen erfahren. Scope erwartet 2024 weitere Berichtigungen und benennt dabei mit Österreich, Norwegen, Luxemburg, Schweiz, Portugal, Frankreich und Schweden diejenigen Länder, für die der längerfristige Anstieg der Wohnimmobilienpreise den langfristigen Wachstumspfad des BIP nachhaltig outperformt hat. Gleichwohl bliebe das stützende Element eine robuste Nachfrage bei stagnierender Bautätigkeit. Immerhin rechnet Scope in 2024 mit einer höheren Dynamik beim Neugeschäft bei Immobilienfinanzierungen, was mit den marktbasierenden Zinserwartungen verbunden wird. Wir teilen diese Einschätzung und sehen ein Anziehen der Kreditvergabe in diesem Segment als belebenden Faktor für Covered Bonds an. Für den europäischen Bankenmarkt sieht Scope für 2024 und 2025 eine sinkende Profitabilität voraus (schrumpfende Margen und moderat steigende Kreditrisiken auf Seiten von CRE- und Unternehmenskrediten). Ein systemischer Schock wird hingegen ausgeschlossen.

... und deutet stabile Covered Bond-Ratings an

Für die eigenen Ratingeinschätzungen der [41 bewerteten Covered Bond-Programme](#), die alle über das Bestrating AAA verfügen, ist der Ausblick „stabil“. Als Folge einer im Durchschnitt hohen Kreditqualität der Banken, in Kombination mit dem transaktionsspezifischen Zusammenhang zwischen Komplexität und Transparenz, wird außerdem die geringste Anfälligkeit der Covered Bond-Ratings mit Blick auf Emittentendowngrades in den Jurisdiktionen Frankreich, Niederlande, Dänemark und Finnland gesehen.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Christian Ilchmann // Lukas-Finn Frese

EZB-Zinsentscheid: Neues Jahr, neues Glück?!

Das Umfeld, in dem der EZB-Rat seine bevorstehende Leitzinssitzung abhalten muss, ist unverändert durch ein erhöhtes Maß an geopolitischer Unsicherheit geprägt. Wie wir in unserer [EZB-Preview](#) berichteten, untermauern sämtliche Parameter für die anstehende EZB-Ratsitzung am Donnerstag, dass die Leitzinsen – vorerst – unangetastet bleiben. Der Fahrplan für das PEPP liegt auf dem Tisch und wird in 2024 stoisch umgesetzt. Jetzt fragen sich die Marktteilnehmer, wann traut sich der EZB-Rat an den Mindestreservesatz heran? Und wie schnell geht es wirklich mit den Zinssenkungen? Wir haben uns prognostisch für recht wenige Zinsschritte in 2024 entschieden und auch zu bedenken gegeben, dass die ersten geforderten Senkungen in Q1 in unseren Augen verfrüht erscheinen. Zu früh ist es allerdings auch, eine Zinssenkung für H1 kategorisch auszuschließen. In Summe spricht somit alles weiterhin für einen datenbasierten Meeting-by-Meeting-Ansatz.

Bundeshaushalt 2024 steht – ein Update

In der [vergangenen Woche](#) hatten wir bereits zu den geplanten Eckpunkten des Bundeshaushalts 2024 berichtet, nun hat sich der zuständige Ausschuss geeinigt – damit steht der Haushalt. Formal und final müssen aber noch Bundestag und Bundesrat entscheiden, mit deren Zustimmung wird allerdings gerechnet. Vorgesehen sind Ausgaben von rund EUR 476,8 Mrd. und neue Kredite i.H.v. ca. EUR 39 Mrd. Die Schuldenbremse soll damit nach jahrelangem Pausieren wieder voll greifen, zumindest fürs Erste. Das Wichtigste in Kürze: Sozialleistungen bleiben weitestgehend von Kürzungen ausgenommen. Allerdings soll das Bürgergeld für maximal zwei Monate komplett wegfallen, wenn sich Bezieher hartnäckig weigern, einen Job anzunehmen. Die Grünen setzten durch, dass die Regel zunächst auf zwei Jahre befristet und danach überprüft wird. Der Steuerzuschuss zur Rentenkasse wird um EUR 600 Mio. gekürzt. Dagegen verzichtet die Koalition auf die zunächst geplante Rückzahlung von EUR 1,5 Mrd. aus der Kasse der Bundesagentur für Arbeit an den Bund. Ursprünglich geplante Kürzungen bei den Freiwilligendiensten im Ehrenamt wurden vom Haushaltsausschuss wieder zurückgenommen. Die Einkommensgrenze, bis zu der Elterngeld künftig gezahlt wird, sinkt schrittweise. So fällt die Grenze ab April auf EUR 200.000 zu versteuerndes Jahreseinkommen, ab April 2025 wird eine Einkommensgrenze von EUR 175.000 gelten. Im Bereich Verkehr soll das Eigenkapital der Bahn deutlich um EUR 5,5 Mrd. aufgestockt werden, um die Modernisierung des Schienennetzes voranzutreiben. Für Flüge, die von deutschen Flughäfen aus starten, müssen Airlines ab Mai eine höhere Luftverkehrsabgabe bezahlen, womit Flugtickets um rund 20% teurer werden dürften. Seit Jahresbeginn ist außerdem der CO₂-Preis auf Heizöl, Gas und Sprit stärker gestiegen als geplant. Weiterhin sollen für den Bau kleiner, bezahlbarer Wohnungen zusätzliche Fördermittel i.H.v. EUR 1 Mrd. bereitgestellt werden, während die Gelder für Entwicklungszusammenarbeit und humanitäre Hilfe für andere Länder um insgesamt EUR 2 Mrd. gekürzt werden. Die Fraktionen bekannten sich zudem zu der umstrittenen Kürzung der Agrardiesel-Förderung für Landwirte. Die Koalition hatte zuvor mehr als die Hälfte der ursprünglich geplanten Kürzungen im Agrarsektor zurückgenommen, die Befreiung von der Kfz-Steuer für landwirtschaftliche Fahrzeuge wurde erhalten. Zudem wird die Agrardiesel-Förderung nicht sofort, sondern in drei Jahresschritten abgebaut.

L-Bank: Starkes Jahr für die Wirtschaftsförderung

Entgegen allen Befürchtungen und den ungünstigen Rahmenbedingungen zum Trotz habe sich das Fördergeschäft der L-Bank im vergangenen Jahr ausgesprochen positiv entwickelt. Mehr als EUR 3,7 Mrd. (Vorjahr: EUR 3,9 Mrd.) seien an Darlehen und Zuschüssen für etablierte und junge Unternehmen in Baden-Württemberg bewilligt worden. Die 2023 ausgelaufenen COVID-19-Sonderprogramme sowie die Sonderfinanzierungen von anderen Förder- und Entwicklungsbanken herausgerechnet, ist dies im Vergleich zum Vorjahr ein Rückgang um rund 7%. Erstmals seit dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie sei die Zahl der Kunden in Darlehensprogrammen wieder gestiegen, von 6.290 im Jahr 2022 auf 6.472 im vergangenen Jahr. In allen kreisfreien Städten und Landkreisen habe sich die Förderung positiv auf den Arbeitsmarkt ausgewirkt, so seien unter dem Strich etwa 9.500 zusätzlich gewonnene Arbeitsplätze landesweit bei den geförderten Unternehmen entstanden. „2023 war ein Förderjahr, das wir so nicht erwarten konnten“, so Edith Weymayr, Vorsitzende des L-Bank-Vorstands. „Die Bilanz zeigt, dass die baden-württembergische Wirtschaft auch im vierten Krisenjahr noch widerstandsfähig und stark genug ist, um trotz lahrender Konjunktur in die Zukunft zu investieren. Wir als Förderbank sind gut aufgestellt, um sie dabei zu unterstützen.“ Für das Jahr 2024 erwartet Weymayr eine Stabilisierung der Wirtschaft des Landes auf niedrigem Niveau. Für allzu optimistische Erwartungen sei es aber noch zu früh: „Unsicherheit und Pessimismus begleiten uns ins neue Jahr. Internationale Krisenherde, Inflation, innenpolitische Haushaltslage – all das drückt auf die Stimmung: Der L-Bank-ifo-Geschäftsklimaindex zum Jahreswechsel ist nach wie vor tief im Keller.“

NRW.BANK: Neue Nachhaltigkeitsstrategie veröffentlicht

Die NRW.BANK will bis spätestens 2045 in den drei Säulen Fördergeschäft, Kapitalmarktgeschäft und Bankbetrieb klimaneutral agieren und damit die Ziele des Pariser Klimaschutzabkommens unterstützen. Zusätzlich stellt das Stärken der sozialen Nachhaltigkeit in NRW einen wesentlichen Schwerpunkt der am 18. Januar veröffentlichten neuen Nachhaltigkeitsstrategie dar. Eckhard Forst, Vorstandsvorsitzender und Leiter des Nachhaltigkeitskomitees bei der NRW.BANK dazu: „Nachhaltigkeit ist die Schlüsselaufgabe unserer Zeit. [...] Unser Ziel ist, die richtigen Förderanreize zu setzen, um nachhaltige und wirtschaftlich erfolgreiche Vorhaben zu ermöglichen und so die Transformation voranzutreiben.“ Die neue Nachhaltigkeitsstrategie konkretisiert den Umgang mit dem Thema Nachhaltigkeit wie folgt: 1) Fördergeschäft: Neben den bereits bestehenden Förderprogrammen verstärkt die NRW.BANK ihr Angebot künftig, um Transformationsprozesse zu unterstützen. Damit sollen Treibhausgas-Emissionen und Umweltbelastungen verringert sowie Klimaresilienz und Schutz der Biodiversität gestärkt werden. In Hinblick auf die soziale Dimension soll nachfragegerechter, bezahlbarer und generationengerechter Wohnraum gefördert werden. 2) Kapitalmarktgeschäft: Übergeordnetes Ziel ist es, das Anlageportfolio bis spätestens 2045 klimaneutral zu gestalten, um einen Beitrag zur Begrenzung des globalen Temperaturanstiegs auf 1,5 °C zu leisten. Neuinvestments in Unternehmen ohne Transformationsambitionen sind damit zukünftig ausgeschlossen, Investments in Unternehmen mit Transformationsambitionen im Sinne der Pariser Klimaziele werden aktiv gefördert. Darüber hinaus wird die NRW.BANK auch 2024 mindestens einen Green Bond und einen Social Bond emittieren. 3) Bankbetrieb: Im Bankbetrieb sollen künftig weniger Ressourcen und Energie, beispielsweise in Büros oder im Betriebsrestaurant, verbraucht werden. Dafür wird der Bankbetrieb aktuell nach EMAS (Eco-Management and Audit Scheme) zertifiziert. Neben der eigenen Betriebsökologie geht es auch darum, Verantwortung gegenüber den Beschäftigten wahrzunehmen und eine langfristig attraktive Arbeitsumgebung zu schaffen.

IBB: Berliner Wirtschaft ist im zweiten Halbjahr 2023 ins Stottern geraten

Der Konjunkturmotor der Berliner Wirtschaft ist in H2/2023 ins Stottern geraten. Sowohl Konsumausgaben als auch Investitionen fehlte es an der notwendigen Stabilität, um einen positiven konjunkturellen Impuls zu geben. Unsicherheiten nach dem Urteil des Bundeverfassungsgerichts zum Klima- und Transformationsfonds lassen Investitionsplanungen in vielen Bereichen stocken. Im abgelaufenen Jahr sollte für Berlin dennoch ein BIP-Wachstum von knapp 1% erreichbar gewesen sein. In 2024 könnte ein von einer allmählichen Erholung gestütztes Wachstum von rund 1,5% erreicht werden. Hinrich Holm, Vorsitzender des Vorstands der IBB: „Die Stimmung in der Wirtschaft ist dieser Tage bundesweit schlecht. Besonders bei Investitionsvorhaben, die staatlichen Zuschuss benötigen, ist die Unsicherheit sehr hoch. In der Folge werden diese verschoben oder bleiben erst einmal aus. Vereinzelt Lichtblicke ergeben sich durch abnehmende Inflation und durch Lohnabschlüsse, die zu einer allmählichen Verbesserung der Realeinkommen beitragen und den Konsum beflügeln werden. Das umsatzstarke Dienstleistungsgewerbe der Bundeshauptstadt hat das Wachstum in diesem Jahr unterstützt und lässt uns auch für das kommende Jahr mit einem rund 1,5% BIP-Wachstum in Berlin rechnen.“ Zwar erholen sich die Realeinkommen in der Hauptstadt dank sinkender Inflationswerte und erfolgreicher Lohnverhandlungen im II. und III. Quartal 2023 mit Steigerungen um 0,7% und 0,3% nun langsam. Allerdings haben sich die Berliner Haushalte bisher in Konsumzurückhaltung geübt, weil die vier vorangegangenen Quartale mit Reallohnverlusten von bis zu 3% noch nicht verarbeitet waren. Erst im Laufe des Jahres 2024 dürfte die Konsumlaune mit verlässlicheren Reallohnzuwächsen langsam zurückkehren und das Wachstum stabilisieren. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ist im November 2023 im Jahresvergleich um gut 18.300 auf rund 1,69 Mio. gestiegen. Laut Volkswirten der IBB liegt Berlin mit einem Zuwachs von 1,1% damit noch immer an zweiter Stelle aller Bundesländer und knapp doppelt so hoch wie der deutsche Schnitt (+0,6%).

EUROFIMA: Engagement Report 2023 vorgestellt

Am 16. Januar hat die EUROFIMA ihren zweiten jährlichen *Engagement Report* für das Jahr 2023 vorlegt. „Wir bei EUROFIMA glauben, dass es bei der Anlage unseres Vermögens nicht allein nur um finanziellen Erfolg geht, sondern vielmehr darum, ein besseres Ergebnis für alle Stakeholder zu erzielen“, so Kristina Micic (Portfolio-Managerin) und Christoph Pasternak (CEO) der EUROFIMA. Eine enge Zusammenarbeit mit Unternehmen, in die die EUROFIMA investiert, sei ein Eckpfeiler des Nachhaltigkeitsansatzes: Mittels offener Dialoge würden kritische Fragen zur Nachhaltigkeit erörtert. Geführte Verhandlungen gingen dabei über das traditionelle Denken in den Kategorien von Gewinn und Verlust hinaus und zielten vielmehr auf die Komplexe generelle unternehmerische Verantwortung, Umweltverantwortung und gesellschaftliche Auswirkungen ab. Im Jahr 2023 seien so bilaterale Gespräche mit zwölf Unternehmen geführt worden, deren Hauptfokus auf dem Management der wesentlichen ESG-Risiken, auch im Branchenvergleich, lag. Im Zuge dessen wurden bei Beteiligungsunternehmen einige (zum Teil auch) größere Lücken identifiziert. Ausgewählte Ergebnisse sind nunmehr im jüngst veröffentlichten *Engagement Report* zusammengefasst. Micic und Pasternak weiter: „Wir danken den Unternehmen, die sich auf diesen Dialog eingelassen haben. Durch die Zusammenarbeit wissen wir, dass wir positiven Wandel vorantreiben, den langfristigen Wert steigern und zu einer Welt beitragen können, die nicht nur finanziell stabil, sondern auch ökologisch und sozial verantwortlich ist.“ Obschon die EUROFIMA ein eher seltener Gast am Primärmarkt ist, rechnen wir für das Jahr 2024 mit Neuemissionen im EUR- und USD-Benchmarksegment.

Primärmarkt

Der emissionsstarke Januar geht in die nächste Runde, denn auch die vergangene Handelswoche hatte wieder einiges zu bieten. Neben fünf Neuemissionen stehen zwei Taps sowie vier Mandatierungen auf unserem Notizzettel. In unserer letzten Ausgabe verwiesen wir bereits auf drei Mandatierungen, deren Bücher am vergangenen Mittwoch nach Redaktionsschluss geöffnet wurden. Den Anfang machte die Nordic Investment Bank (Ticker: NIB): Bei einer Laufzeit von sieben Jahren und einem Volumen von EUR 500 Mio. kam der Green Bond zu ms +6bp. Die Guidance betrug ms +8bp area und das Orderbuch summierte sich auf EUR 1,3 Mrd. Ebenfalls im siebenjährigen Laufzeitsegment unterwegs war das Land Berlin (Ticker: BERGER): EUR 1,5 Mrd. fanden hier guidancegemäß zu ms +12bp den Weg in die Depots der Investoren. Auch eine kanadische Provinz fand erfreulicherweise nach langer Abstinenz den Weg zurück an den EUR-Markt: Die Benchmarkanleihe von British Columbia (Ticker: BRCOL) im Umfang von EUR 1,25 Mrd. (10,5y) kam zu ms +44bp. Gegenüber der Guidance war während der Vermarktungsphase keine Einengung möglich. Aus dem Segment der belgischen Regionen, welche wir kürzlich im Rahmen unseres [Public Issuers Special – Beyond Bundesländer: Belgien 2023](#) näher beleuchtet haben, sammelte die Französische Gemeinschaft Belgiens (Ticker: LCFB) EUR 600 Mio. zu OLO +46bp ein. Dies entspricht circa ms +64bp. Deutsche Länder scheinen indes weiterhin gefallen an Floatern zu finden: Das Land Hessen (Ticker: HESSEN) betrat mit einer FRN (4y) i.H.v. EUR 500 Mio. das Parkett, welche gemäß der Guidance zu ms -7bp gegenüber dem Sechs-Monats-Euribor platziert werden konnte. Mit dem EUR-Debüt der Arab Bank for Economic Development in Africa (Ticker: ARBBNK) und dem kanadischen OMERS Finance Trust (Ticker: OMERFT) tauchten am vergangenen Donnerstag zwei Emittenten außerhalb unserer SSA-Coverage auf den Bildschirmen auf, die wir hier dennoch kurz erwähnen möchten. Die ARBBNK emittierte einen Social Bond mit dreijähriger Laufzeit im Umfang von EUR 500 Mio. zu final ms +100bp. Wir hingegen erachten weder den Bond noch die Bank mit Sitz in Khartoum (Sudan) als „Social“, da sie 1973 von der Arabischen Liga gegründet wurde, um auf dem [6th Arab Summit](#) der vermeintlichen „zionistischen Aggression Israels“ (Zitat!) entgegenzutreten. Eine solche Geisteshaltung hat keinen Platz in unserer Coverage. Der OMERFT versorgte sich indes mit EUR 750 Mio. bei einer Laufzeit von fünf Jahren zu ms +60bp. Gemäß dem [Fundingplan](#) der Europäischen Union (Ticker: EU) für H1/2024 stand diese Woche die erste von sechs syndizierten Transaktionen an. Anstelle einer Neuemission hat sich die Staatengemeinschaft für Taps von zwei Anleihen entschieden: Mit der EU 3,125% 12/04/2030 wurde der Bond mit der kürzeren Laufzeit um EUR 3 Mrd. aufgestockt. Wie zu erwarten war das Interesse äußerst groß, denn der Deal war mit einem Orderbuch von EUR 81 Mrd. 27-fach überzeichnet. Gegenüber der Guidance von ms +14bp area konnte der Bond in der Vermarktungsphase um drei Basispunkte auf ms +11bp einengen. Die „längere“ EU 3% 03/04/2053 wurde indes um EUR 5 Mrd. getappt. Bei einem Orderbuch von beachtlichen EUR 99 Mrd. belief sich die Bid-to-cover-Ratio auf 19,8x. Die Guidance betrug ms +87bp area, gepreist wurde final bei ms +85bp. Vier Mandatierungen erfolgten am gestrigen Dienstag ebenfalls: KOMMUN (15y, WNG), IDF (10y, ESG), BREMEN (8y, WNG) sowie ONT (10y).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
LCFB	BE	18.01.	BE0002996776	10.4y	0.60bn	ms +64bp	- / A2 / -	-
HESSEN	DE	18.01.	DE000A1RQEQ4	4.0y	0.50bn	6mE -7	- / - / AA+	-
BRCOL	CA	17.01.	XS2753539068	10.5y	1.25bn	ms +44bp	AA+u / Aaa / AA	-
BERGER	DE	17.01.	DE000A351PH0	7.0y	1.50bn	ms +12bp	AAA / - / -	-
NIB	SNAT	17.01.	XS2753549703	7.0y	0.50bn	ms +6bp	- / Aaa / AAA	X

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

Covered Bonds

Das „V“ in der LTV-Berechnung: Trotz EU-Richtlinie weiterhin unterschiedliche Ansätze

Autor: Lukas Kühne

EU Covered Bond-Richtlinie harmonisiert nicht alles!

Mit Umsetzung der [EU Covered Bond-Richtlinie](#) zum 08. Juli 2022 wurde ein Mindeststandard für die nationalen Covered Bond-Gesetzgebungen in der EU geschaffen. Diese Entwicklung am Covered Bond-Markt ist ausdrücklich zu begrüßen, darf aber nach unserer Auffassung nicht mit einer vollumfassenden Harmonisierung gleichgesetzt werden. Für Emittenten und Investoren gilt es demnach auch weiterhin, einzelne Aspekte in den nationalen Vorgaben gegeneinander abzuwägen. Insbesondere im Kontext der aktuellen Debatte über die Entwicklung an den Immobilienmärkten sehen wir hier eine Fokussierung auf die unterschiedlichen Vorgaben zur Ableitung der Beleihungsausläufe bzw. LTV-Quoten in den relevanten hypothekarischen Deckungsstöcken als notwendig an. Neben Implikationen zur LCR-Fähigkeit und Risikogewichten von Covered Bonds, definiert die CRR in ihrer aktuellen Version zwar auch Vorgaben in Bezug auf die Bewertung von Hypothekensicherheiten in Deckungsstöcken von Covered Bonds. Doch auch hier muss unserer Ansicht nach eher von einem Mindeststandard, als von einer einheitlichen Vorgabe gesprochen werden. Die EU Covered Bond-Richtlinie regelt die Ableitung der Immobilienwerte, welche dem LTV zugrunde liegen, nicht explizit. Die Betrachtung der Unterschiede bei den LTV-Kennziffern in der Deckungsrechnung sind nach unserem Dafürhalten jedoch von hoher Relevanz, auch für die vergleichende Beurteilung der Kreditqualität von „Mortgage Covered Bonds“ in Europa. Hypothekarisch besicherte Covered Bonds bilden das Gros der am Markt platzierten gedeckten Anleihen. Wird die Jahresstatistik aus dem aktuellen [European Covered Bond Fact Book](#) zugrunde gelegt, entfielen zum Jahresende 2022 90,4% aller ausstehenden Covered Bonds auf die Kategorie „Mortgage“. Für den deutschen Pfandbriefmarkt zeigt sich die Dominanz der Hypothekenpfandbriefe im EUR-Benchmarksegment mit knapp 85% aller ausstehender Bonds nur etwas weniger stark ausgeprägt. Neben wohnwirtschaftlichen Assets enthalten die Deckungsstöcke einiger deutscher Pfandbriefemittenten auch signifikante Anteile an gewerblichen Assets, welche gegenüber Wohnimmobilien als „riskanter“ einzustufen sind. Über die Zusammensetzung der Deckungsstöcke aller deutschen Mitgliedsinstitute im Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) geben wir in unserer [§28-Studie](#) einen detaillierten Überblick. Ins Deckungsstockreporting findet die Immobilienbewertung Eingang über den Beleihungsauslauf bzw. die Kennzahl Loan-to-value (LTV). Im Rahmen der aktuellen Ausgabe unserer Wochenpublikation möchten wir zunächst auf die spezifischen Charakteristika der Immobilienbewertung im Kontext von Hypothekenpfandbriefen eingehen, um dann den Blick auf ausgewählte europäische Jurisdiktionen sowie das außereuropäische Ausland zu weiten. Dies erscheint uns nicht zuletzt deshalb als zielführend, weil sich vor allem über das „V“ im LTV spürbare Unterschiede in den „stillen Reserven“ in Bezug auf die Kreditqualität von hypothekarischen Deckungsstöcken erklären lassen. Beispielsweise würdigen auch deshalb einige Ratinginstitute die hohen Anforderungen, welche mit dem gesetzlichen Rahmen von deutschen Pfandbriefen verbunden werden, in ihrer Risikoeinschätzung zu diesem Teilmarkt im Covered Bond-Universum.

Die Kennzahl LTV im Deckungsstockreporting

Im Deckungsstockreporting spielt die Immobilienbewertung insbesondere bei der LTV-Kennzahl, deren Ausweis im Deckungsstockreporting in den meisten Jurisdiktionen vom Gesetzgeber vorgeschrieben wird, eine zentrale Rolle. Der Quotient aus Kreditvolumen der finanzierten Immobilie und dem Wert der Immobilie ergibt den LTV in Prozent. Die Herausforderung bei der Interpretation dieser Kennzahl liegt im Immobilienbewertungsverfahren, welches je nach Jurisdiktion unterschiedlich ausgestaltet sein kann. So findet sich auch in der EU Covered Bond-Richtlinie kein einheitlicher Bewertungsstandard für das „V“ im LTV, sondern es wird den Mitgliedsstaaten freigestellt zu definieren, ob die Emittenten die Vermögensgegenstände im Deckungsstock zum Marktwert- und/oder Beleihungswert bewerten sollen ([EU 2019/2162](#)). Entsprechend schwer fällt es an dieser Stelle, von einer über die Jurisdiktionen hinweg vergleichbaren Kennzahl zu sprechen. Aus diesem Grund wollen wir in diesem Artikel zunächst die unterschiedlichen Ansätze zur Bewertung von Immobilien in einigen ausgewählten Jurisdiktionen näher beleuchten.

Beleihungswertverordnung: Der Beleihungswert als „nachhaltiger“ Immobilienwert

Die Bewertung von Immobilien nach dem Beleihungswert hat in Deutschland eine lange Tradition, die im Kern auf das Hypothekendarlehensgesetz von 1900 zurückzuführen ist. Der deutsche Gesetzgeber hat die Vorschriften zum Beleihungswert vorwiegend im PfandBG sowie in der Beleihungswertverordnung (BelWertV) verankert. Die Bewertung von Immobilien im Deckungsstock nach dem Beleihungswertverfahren ist in §16 PfandBG kodifiziert und wird durch die BelWertV spezifiziert. Mittels des Beleihungswerts sollen kurzfristige Marktschwankungen und spekulative Elemente eliminiert werden, um einen „nachhaltigen“ Immobilienpreis zu erhalten, der über die gesamte Laufzeit des Hypothekendarlehens konstant erzielt werden kann (§3 BelWertV). Entsprechend muss der Beleihungswert zwangsläufig unter dem Marktwert liegen. Zur Ermittlung des Beleihungswerts wird getrennt voneinander der Ertrags- und der Sachwert der Immobilie ermittelt. Dabei ist der Ertragswert in der Regel die maßgebliche Größe, die nicht überschritten werden darf. Der Sachwert dient üblicherweise zur Überprüfung des Ertragswerts. Die Ausgangsbasis bei der Bestimmung des Ertragswerts bildet der Rohertrag. Dieser entspricht dem Ertrag, „den das Objekt bei ordnungsgemäßer Bewirtschaftung und zulässiger Nutzung jedem Eigentümer nachhaltig gewähren kann“ (§10 BelWertV). Auf diesen sind einige Abschläge anzuwenden sowie der Bodenwert, der getrennt ermittelt wurde, hinzuzuaddieren. Der Sachwert setzt sich aus dem Wert der baulichen Anlage, insbesondere den Herstellkosten und dem Bodenwert zusammen. Sollte der ermittelte Sachwert mehr als 20% unterhalb des Ertragswerts liegen, müssen die zugrunde gelegten Erträge auf ihre Nachhaltigkeit hin überprüft werden (§4 BelWertV).

Pfandbriefgesetz: Beleihungswertgrenze in Deutschland liegt bei 60%

Im Rahmen der Veröffentlichungspflichten muss jeder Pfandbriefemittent quartalsweise auch den durchschnittlich gewichteten Beleihungsauslauf für alle Assets im Deckungsstock ausweisen. Der Gesetzgeber begrenzt die deckungsstockfähigen Assets auf 60% des Beleihungsauslaufs. Sollte ein Asset diese Grenze überschreiten, bleibt formal nur der Anteil des Darlehens, der die Grenze nicht überschreitet, Teil des Deckungsstocks. Der Beleihungswert ist mindestens einmal im Jahr zu überprüfen und „ist bei Bedarf zu mindern“ (§26 BelWertV). Dies kann insbesondere bei einer signifikanten Verschlechterung der Grundlagen der Beleihungswertermittlung der Fall sein.

Schema: Ertragswertverfahren gem. BelWertV

- Rohertrag (§10) BelWertV
- Bewirtschaftungskosten (§11) BelWertV
- Angemessene Verzinsung Bodenwert
- Ertrag der baulichen Anlagen
- ✕ Vervielfältiger (§12) und (§9) BelWertV
- Ertragswert der baulichen Anlage
- ⊕ Bodenwert (§15) BelWertV
- Ertragswert

Schaubild: Beleihungswert vs. Marktwert

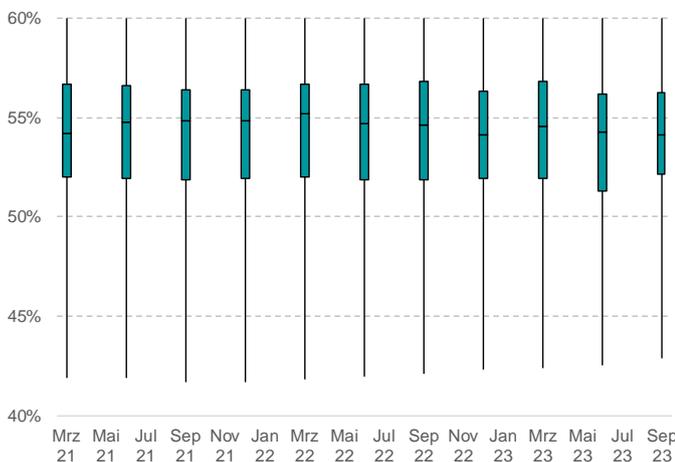


Quelle: vdp, NORD/LB Floor Research

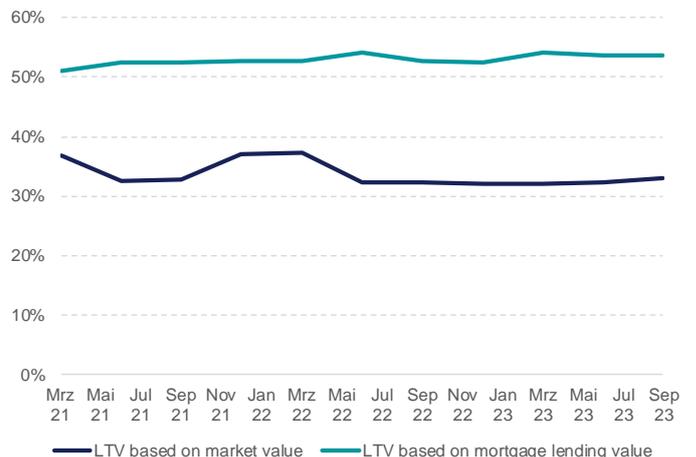
Entwicklung der Beleihungsausläufe in Deutschland

In unseren [Publikationen zu den Transparenzvorschriften §28 PfandBG](#) berichten wir regelmäßig über die Zusammensetzung der Deckungsstöcke von deutschen Pfandbriefemittenten. Neben der Pflichtangabe des durchschnittlich gewichteten Beleihungsauslaufs (§28 PfandBG) fragt der vdp unter ihren Mitgliedsinstituten auch den durchschnittlich gewichteten Beleihungsauslauf auf Marktwertbasis ab. Dies ist aber eine freiwillige Angabe und wird am aktuellen Rand nur von der Aareal Bank und der Deutschen Pfandbriefbank berichtet. Die Beleihungsausläufe deutscher Pfandbriefemittenten schwanken im Wertebereich zwischen 42% und 60%, liegen aber im Durchschnitt der letzten Jahre bei etwas über 50%. Im Vergleich notieren diese aber deutlich über den Beleihungsausläufen auf Marktwertbasis. So wies die Aareal Bank im September 2023 einen Beleihungsauslauf von 55,3% aus, wohingegen der Beleihungsauslauf auf Marktwertbasis bei einem deutlich niedrigeren Wert von 32,7% notierte. Hier zeigt sich unserer Meinung nach die „Stärke“ des Beleihungswerts mit Blick auf die Kreditqualität, da dieser eine zusätzliche Sicherheit ggü. Preisschwankungen an den Immobilienmärkten bietet und somit auch eine Pufferfunktion wahrnimmt.

DE: Boxplot der Beleihungsausläufe¹



DE: Durchschnittliche Beleihungsausläufe¹



Quelle: vdp, NORD/LB Floor Research

¹ Zusammensetzung der Datenbasis: §28-Meldungen der vdp-Mitgliedsinstitute

Moody's hebt den Beleihungswert als „Rating positive“ hervor

Im Rahmen ihrer ausführlichen Legal Framework-Analysen haben sich die Ratingexperten von Moody's zuletzt im Juni 2022 mit der Covered Bond-Gesetzgebung in Deutschland beschäftigt und darin auch Bezug auf den in Deutschland verwendeten LTV-Ansatz genommen. Die Agentur hebt darin insbesondere die im internationalen Vergleich niedrige Beleihungswertgrenze von 60% und das Verfahren zur Bewertung von Hypothekensicherheiten nach dem Beleihungswert hervor. Dieser liegt unterhalb des Marktwerts der Immobilien und bietet damit eine zusätzliche Sicherheit. Die Ratingagentur sieht in diesen Faktoren eine der expliziten Stärken der deutschen Covered Bond-Gesetzgebung.

Zur Eingangsfrage: Harmonisierung auf europäischer Ebene?

Mit der Novelle zur Harmonisierung der Covered Bond-Gesetzgebungen in der EU kam es auch zu Anpassungen in der CRR. Dabei wurde insbesondere der Überprüfungszeitraum von Gewerbeimmobilienbewertungen, die Teil eines Deckungsstocks sind, von drei Jahren auf ein Jahr verkürzt. Hervorzuheben ist, dass mit dem Artikel 129 CRR ein Mindeststandard für Covered Bonds eingeführt wurde, der von allen Ländern erfüllt werden muss. Den Mitgliedsstaaten ist es aber freigestellt, strengere Anforderungen bzw. Standards in ihrer eigenen Covered Bond-Gesetzgebung zu verankern. Der Artikel 129 CRR schreibt vor, dass die hypothekarisch besicherten Deckungsstockwerte entweder zum Marktwert oder zum Beleihungswert bewertet werden müssen. Als Obergrenze für Wohnimmobilien ist ein maximaler LTV von 80% festgeschrieben sowie für Gewerbeimmobilien von 60%. Die LTV-Grenze darf aber auf 70% erhöht werden, wenn alle Anforderungen des §129 Abs.1 (f) CRR erfüllt werden. Dazu zählt unter anderem, dass die „OC-Ratio“ des Deckungsstocks mindestens 10% beträgt. Die Überprüfung der LTV-Werte hat nach der CRR mindestens einmal im Jahr zu erfolgen, unabhängig von der Immobiliengattung. Die Anforderungen der CRR bieten unserer Ansicht nach einen relativ großen Gestaltungsspielraum für die Mitgliedsstaaten, der keine absolute Vergleichbarkeit ermöglicht.

LTV-Vergleichbarkeit am Beispiel von Deutschland und Frankreich

Die Divergenz in der Auslegung der CRR lässt sich unserer Meinung nach gut an den beiden größten EUR-Benchmarkjurisdiktionen Deutschland und Frankreich illustrieren. Während in Deutschland ausschließlich der Beleihungswert zur Bewertung von Immobilien herangezogen werden darf, findet in Frankreich der Marktwert (abzüglich der mit dem Erwerb der Immobilie direkt verbundenen Kosten) oder in Ausnahmefällen die Gesamtkosten des Erstbetriebs Verwendung. Dieser soll zwar keine spekulativen Elemente enthalten sowie auf langfristigen Eigenschaften der Immobilie beruhen. Allerdings fällt er deutlich weniger konservativ aus, als es das Ergebnis der BelWertV wäre. Auch die LTV-Obergrenze für wirtschaftlich genutzte Immobilien liegt in Frankreich mit 80% höher als in Deutschland, während der LTV für Gewerbeimmobilien maximal 60% betragen darf. Wie in Deutschland hat auch in Frankreich die Überprüfung der Immobilienbewertungen mindestens einmal im Jahr zu erfolgen. Dazu wird in Frankreich eine statistische Methode herangezogen, welche die Wertentwicklung auf dem Immobilienmarkt abbildet und bei großen Preisschwankungen zu Neubewertungen führen kann. Allein an diesen Merkmalen wird unserer Ansicht nach schon das Dilemma bei der Vergleichbarkeit von LTVs über mehrere Jurisdiktionen hinweg deutlich. Wird jetzt der deutsche Beleihungsauslauf synonym zum französischen LTV auf Marktwertbasis „verwendet“, droht ein Trugschluss in der Form, als dass zwischen den beiden Kennzahlen kein großer Unterschied besteht, sobald sich identische bzw. sehr ähnliche Werte ergeben. Das „V“ im deutschen Beleihungsauslauf unterscheidet sich schließlich vom „V“ des französischen LTV.

LTV-Regulierung außerhalb der EU am Beispiel Kanadas

In bedeutenden Covered Bond-Jurisdiktionen, die nicht Teil der EU sind, finden teilweise abweichende Regelungen in Bezug auf LTVs Anwendung. Nichtsdestotrotz ist zu konstatieren, dass sich die Gesetzgebung in diesen Ländern stark an der CRR orientiert. Wird zum Beispiel die Jurisdiktion Kanada betrachtet, ist diese Konvergenz deutlich ersichtlich. Ein wesentlicher Unterschied zu Deutschland liegt in der Auswahl der deckungsstockfähigen Assets. In Kanada sind ausschließlich Kredite zur Finanzierung von Wohnimmobilien und Mehrfamilienhäusern mit maximal vier Wohneinheiten deckungsstockfähig. Die Immobilien sind wie in Frankreich zum Marktwert zu bemessen, wobei entweder ein unabhängiger Immobilienbewerter oder ein Bewertungsmodell, das auf Basis von Vergleichswerten den Wert der Immobilie ansetzt, diese Ableitung vornimmt. Der LTV darf in Kanada einen maximalen Wert von 80% nicht übersteigen. Die Überprüfung der Immobilienbewertungen erfolgt mindestens einmal im Quartal mittels Indexierung an einem kanadischen Immobilienpreisindex (vgl. zum Beispiel [CMHC](#) bzw. [Teranet House Price Index](#)). Ähnliche regulatorische Anforderungen finden auch in den anderen bedeutenden Covered Bond-Jurisdiktionen Anwendung, die nicht Mitglied in der EU sind. Folgerichtig kommen wir auch für diese Jurisdiktionen zum Schluss, dass hier der LTV ebenfalls nicht vergleichbar ist mit dem deutschen Beleihungsauslauf. Dies sehen wir – wenig überraschend – auch als eine Folge der Ableitung des Immobilienwerts an.

Fazit und Kommentar

Nehmen wir die Perspektive des Hypothekendarlehen ein, ist eindeutig zu konstatieren, dass die von deutschen Emittenten ausgewiesene LTV-Quote auf Basis von PfandBG und BelWertV nicht vergleichbar sind mit den Kennziffern aus anderen Jurisdiktionen. Die Immobilienbewertung nach dem Beleihungswert führt unseres Erachtens zwangsläufig zu höheren LTV-Quoten, als die Bewertung mittels eines Marktwertverfahrens. Damit bietet der deutsche Beleihungsauslauf eine „zusätzliche“ Sicherheit vor Verwerfungen am Immobilienmarkt, was auch für die Qualität der Assets in den Deckungsstöcken deutscher Pfandbriefbanken spricht. Beispielhaft wird das deutlich an den deutschen Pfandbriefemittenten, die LTV-Quoten nach beiden Bewertungsansätzen ausweisen. Die EU Covered Bond-Richtlinie hat einen Standard für den Covered Bond-Markt gesetzt, ist aber in der Wahl der Immobilienbewertungsmethode bei deckungsstockfähigen Assets weniger spezifisch vorgegangen als in anderen Themengebieten (beispielsweise bei den für die Erreichung des „Premium-Labels“ geforderten Arten von Deckungswerten). Damit ist unserer Meinung nach eine LTV-Quote eines französischen Emittenten nicht uneingeschränkt vergleichbar mit der eines deutschen Instituts. Entsprechend sind bei einem Vergleich von LTV-Quoten von Covered Bond-Emittenten aus unterschiedlichen Jurisdiktionen jeweils die nationalen Covered Bond-Gesetze zu prüfen, um diesen Vergleich relativieren zu können. Aus diesem Blickwinkel wäre für die Vergleichbarkeit von europäischen Covered Bonds sicherlich auch eine gewisse Vereinheitlichung im Kontext der EU-Richtlinie denkbar oder sogar wünschenswert gewesen. Gleichwohl ist dies eine isolierte Betrachtung in Bezug auf die Fragestellung, mit der wir uns heute beschäftigt haben. Schließlich hätte eine entsprechende Anpassung bzw. Vorgabe die ohnehin intensiv diskutierten „Mindeststandards“ in ihrer Finalisierung maßgeblich verzögern können.

SSA/Public Issuers

28. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2023)

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, ClIA // Christian Ilchmann

Vorwort zum Stabilitätsrat und zur konjunkturellen Lage

Der Stabilitätsrat, ein gemeinsames Gremium des Bundes und der Länder, ist am 18. Dezember 2023 unter dem Vorsitz des Ministers der Finanzen des Landes Nordrhein-Westfalen, Dr. Marcus Optendrenk, und des Bundesministers der Finanzen, Christian Lindner, zu seiner 28. Sitzung zusammengetreten. Seine Gründung geht auf die Föderalismusreform II zurück, mit der die Existenz des Rates durch den Art. 109a des Grundgesetzes geregelt wird. In der Pressemitteilung zur 28. Sitzung wird insbesondere auf die erheblichen Auswirkungen auf die Haushaltspolitik des Bundes und der Länder vor dem Hintergrund des Urteils des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) vom 15. November 2023 zum Zweiten Nachtragshaushaltsgesetz 2021 des Bundes hingewiesen. Erste unmittelbare Konsequenzen hätten die Regierungen und Haushaltsgesetzgeber des Bundes und einzelner Länder bereits gezogen. Im Stabilitätsrat bestand Einigkeit darüber, dass die Umsetzung des Urteils künftig zu einer stärkeren Vergleichbarkeit und Transparenz der öffentlichen Haushalte in festgestellten Notlagen führen müsse. Davon werde auch der Stabilitätsrat bei der Wahrnehmung seiner Überwachungsaufgaben profitieren. Noch immer beeinträchtigen die durch den Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine verursachte Energiekrise, hohe Inflation und nunmehr restriktive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank die konjunkturelle Entwicklung. Für 2023 wird vom Statistischen Bundesamt ein Rückgang des preis-, saison- und kalenderbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) von -0,3% prognostiziert. Für das darauffolgende Jahr 2024 wird von den Wirtschaftsweisen eine leichte Zunahme der Wirtschaftsleistung um +0,7% vorhergesagt, während das Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) der Hans-Böckler-Stiftung Deutschland im laufenden Jahr hingegen eher weiterhin in einer leichten Rezession sieht (-0,3%).

Abnahme des strukturellen Defizits bis 2027

Für das Jahr 2023 erwartet der Stabilitätsrat für den Bundeshaushalt eine strukturelle Nettokreditaufnahme (NKA) von rund 0,35% des BIP, ebenso für 2024, und damit eine punktgenaue Einhaltung der Anforderungen der Schuldenbremse. Bis 2027 steigt der strukturelle Finanzierungssaldo auf EUR -401 pro Einwohner (2023: EUR -1.223). Bei sonst gleichbleibenden Bedingungen wird das europäische mittelfristige Haushaltsziel – ein gesamtstaatliches strukturelles Defizit von maximal 0,5% des BIP – voraussichtlich im Durchschnitt der Jahre 2024 bis 2027 eingehalten. Die aktuellen Abweichungen sind nach Ansicht des Stabilitätsrats aufgrund der europäischen Ausnahmeregel respektive aufgrund der regulären Vorgaben der europäischen Haushaltsüberwachung zum Abbau des strukturellen Defizits zulässig, insbesondere nachdem für 2023 die Schuldenbremse auf Bundesebene neuerlich ausgesetzt wurde. Inkommensurabel dazu sehen wir die Zahlen des Bundesministeriums der Finanzen. Der strukturelle Finanzierungssaldo wird hier für 2023 mit -2% des BIP ausgewiesen und sinkt 2024 auf -1,5%. Diese Diskrepanz kann sich nach unserem Dafürhalten nur aus einer unterschiedlichen Abgrenzung der Begrifflichkeiten ergeben, insbesondere durch (Nicht-)Saldierung konjunktureller Effekte oder nicht näher spezifizierter Einmaleffekte. Dies sorgt in der Gesamtschau gerade nicht für ein einheitliches bzw. klares Bild.

Stabilitätsrat prüft auf Basis der jeweiligen Stabilitätsberichte

Im Rahmen der regelmäßigen Haushaltsüberwachung hat der Stabilitätsrat die haushaltswirtschaftliche Lage von Bund und Ländern auf der Grundlage ihrer Stabilitätsberichte geprüft. Bereits im Vorjahr, am 16. Dezember 2022, hat der Stabilitätsrat festgestellt, dass in der Freien Hansestadt Bremen eine Haushaltsnotlage droht. Gemäß § 5 Absatz 1 Stabilitätsratsgesetz (StabiRatG) obliegt es dem Land, einen Vorschlag für ein Sanierungsprogramm vorzulegen. Um die Haushaltsnotlage festzustellen, hatte der Stabilitätsrat bereits in der 24. Sitzung einen Evaluationsausschuss eingerichtet. Nach umfangreichen Abstimmungen mit dem Evaluationsausschuss zum Sanierungsziel und den Maßnahmen hat die Freie Hansestadt Bremen im Herbst 2023 den Entwurf für ein Sanierungsprogramm vorgelegt. In den anderen 15 Bundesländern ist eine potenzielle Haushaltsnotlage gegenwärtig nicht erkennbar.

Zahl der Auffälligkeiten steigt leicht an

Die anhaltenden Krisen aus verschiedenen Richtungen gehen auch an den Länderfinanzen und deren Finanzplanung nicht spurlos vorbei. Die Zahl der Auffälligkeiten ist gegenüber dem Vorjahr von 16 auf 20 gestiegen. Der Höchstwert von 29 Auffälligkeiten wurde 2011 erzielt, der historisch geringste Wert wurde erstmals 2019 mit 16 Auffälligkeiten festgestellt. Eine Auffälligkeit stellt das Gremium fest, sobald eine der relevanten Kennzahlen (Finanzierungssaldo, Kreditfinanzierungsquote, Zins-Steuer-Quote, Schuldenstand) in einem der Betrachtungszeiträume (1. Aktuelle Lage = letzte beide Haushaltsjahre sowie laufendes Haushaltsjahr; 2. Planung = Finanzplanung der kommenden Jahre) mehrfach den zulässigen Grenzwert verletzt. Seit dem Jahr 2020 wird für die Beurteilung der Haushaltslage ein aktualisiertes System verwendet. Die neue Version kann [hier](#) abgerufen werden. Zur Funktion des Stabilitätsrats, seiner Kennzahlen und unveränderten Definitionen verweisen wir auf die aktuellste Version unseres [Issuer Guide – Deutsche Länder 2023](#).

Identifizierte Auffälligkeiten des Stabilitätsrats

	Finanzierungssaldo		Kreditfinanzierungsquote		Zins-Steuer-Quote		Schuldenstand	
	Aktuelle Lage	Planung	Aktuelle Lage	Planung	Aktuelle Lage	Planung	Aktuelle Lage	Planung
Baden-Württemberg	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Bayern	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Brandenburg	Ja	Nein	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Hessen	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Mecklenburg-Vorpommern	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Niedersachsen	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Nordrhein-Westfalen	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Rheinland-Pfalz	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Saarland	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja	Ja
Sachsen	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Sachsen-Anhalt	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja
Schleswig-Holstein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja
Thüringen	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Berlin	Nein	Ja	Nein	Nein	Ja	Nein	Nein	Nein
Bremen	Ja	Ja	Ja	Nein	Ja	Ja	Ja	Ja
Hamburg	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein

Quelle: Stabilitätsrat, NORD/LB Floor Research

Struktureller Finanzierungssaldo EUR je Einwohner

	Ist		Soll	Überschreitungen	Finanzplanung			Überschreitungen	
	2021	2022	2023		2024	2025	2026		2027
Baden-Württemberg	233	275	48	nein	14	205	205	-	nein
Bayern	-4	197	-169	nein	60	78	109	-	nein
Brandenburg	-219	53	-874	ja	-559	-50	-7	-	nein
Hessen	158	275	-54	nein	-50	36	60	61	nein
Mecklenburg-Vorpommern	485	281	-55	nein	191	-24	206	249	nein
Niedersachsen	-49	288	7	nein	-9	-34	-17	-44	nein
Nordrhein-Westfalen	-180	-227	-114	ja	149	28	26	55	nein
Rheinland-Pfalz	390	497	-133	nein	18	38	28	27	nein
Saarland	-4	-2.889	107	nein	115	75	126	127	nein
Sachsen	156	364	-111	nein	19	318	330	378	nein
Sachsen-Anhalt	-867	472	32	nein	90	102	129	-	nein
Schleswig-Holstein	161	-227	-279	nein	0	31	42	-	nein
Thüringen	-66	162	-347	nein	-364	135	131	132	nein
Berlin	84	179	-541	nein	-695	-624	-18	27	ja
Bremen	-230	-340	-788	ja	-931	-850	-789	-730	ja
Hamburg	514	1.468	-27	nein	-155	-157	-285	-	nein
Ø *	23	129	-135		-132	-43	17	26	
Schwelle	-177	-71	-335		-385	-385	-385	-385	

* Der Länderdurchschnitt ab 2024 wurde per Schätzverfahren bestimmt. **Rot** = Verletzung des zulässigen Grenzwertes; mehrfach = Überschreitung
Quelle: Stabilitätsrat, NORD/LB Floor Research

Kreditfinanzierungsquote in %

	Ist		Soll	Überschreitungen	Finanzplanung			Überschreitungen	
	2021	2022	2023		2024	2025	2026		2027
Baden-Württemberg	3,6	-2,0	0,6	nein	-1,9	-2,1	-2,2	-	nein
Bayern	3,1	0,6	-0,2	nein	-0,8	-1,1	-1,4	-	nein
Brandenburg	8,8	-6,5	9,7	ja	4,7	-0,3	1,3	-	nein
Hessen	-0,7	-1,0	-0,2	nein	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	nein
Mecklenburg-Vorpommern	-2,5	-0,4	-1,6	nein	-4,2	-2,7	-2,8	-2,7	nein
Niedersachsen	-4,2	-2,2	0,0	nein	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	nein
Nordrhein-Westfalen	3,2	3,8	0,5	nein	-3,0	-0,3	-0,2	-0,2	nein
Rheinland-Pfalz	-2,6	-4,5	-2,5	nein	0,2	-0,9	-0,7	-0,7	nein
Saarland	0,9	33,3	-1,5	nein	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	nein
Sachsen	-2,7	1,4	-4,5	nein	-5,6	-6,2	-6,3	-6,5	nein
Sachsen-Anhalt	11,7	-6,5	-2,6	nein	-0,8	-0,8	-1,0	-	nein
Schleswig-Holstein	-4,5	-11,8	1,7	nein	-0,2	-0,3	-0,5	-	nein
Thüringen	-0,8	0,2	-0,6	nein	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0	nein
Berlin	-7,1	0,7	0,0	nein	1,5	1,5	1,0	0,3	nein
Bremen	7,8	5,8	38,2	ja	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	nein
Hamburg	1,5	-8,3	0,7	nein	1,6	2,5	4,3	-	nein
Ø *	1,0	0,6	0,7		-0,8	-0,9	-0,8	-1,3	
Schwelle	4,0	3,6	3,7		5,7	5,7	5,7	5,7	

* Der Länderdurchschnitt ab 2024 wurde per Schätzverfahren bestimmt. **Rot** = Verletzung des zulässigen Grenzwertes; mehrfach = Überschreitung
Quelle: Stabilitätsrat, NORD/LB Floor Research

Zins-Steuer-Quote in %

	Ist		Soll 2023	Überschrei- tungen	Finanzplanung				Überschrei- tungen
	2021	2022			2024	2025	2026	2027	
Baden-Württemberg	3,6	2,5	2,9	nein	2,9	2,9	3,2	-	nein
Bayern	0,8	0,7	1,2	nein	2,0	2,3	2,5	-	nein
Brandenburg	2,4	1,8	2,5	nein	2,5	2,6	2,6	-	nein
Hessen	3,3	2,8	2,9	nein	3,2	3,7	4,4	4,8	nein
Mecklenburg-Vorpommern	2,8	2,6	3,7	nein	2,4	2,4	2,4	2,5	nein
Niedersachsen	1,9	2,4	3,3	nein	3,9	4,3	4,7	5,2	nein
Nordrhein-Westfalen	2,2	1,9	3,7	nein	4,6	4,7	4,8	4,9	nein
Rheinland-Pfalz	2,0	2,1	2,2	nein	2,4	2,9	3,0	3,2	nein
Saarland	6,2	5,6	6,1	ja	6,1	5,7	6,2	6,4	ja
Sachsen	0,4	0,3	0,3	nein	0,5	0,8	1,1	1,2	nein
Sachsen-Anhalt	3,6	2,7	3,4	nein	3,4	3,7	4,2	-	nein
Schleswig-Holstein	2,9	2,8	3,7	nein	4,8	5,0	5,0	-	nein
Thüringen	3,0	2,5	2,6	nein	2,6	2,8	3,0	3,3	nein
Berlin	4,1	3,4	3,8	ja	4,0	4,3	4,7	5,0	nein
Bremen	12,0	11,1	10,4	ja	10,1	9,4	8,9	8,5	ja
Hamburg	2,7	2,3	2,7	nein	2,8	3,3	3,8	-	nein
Ø *	2,7	2,6	2,7		3,6	3,8	4,0	4,1	
Schwelle Flächenländer	3,6	3,1	4,1		5,1	5,1	5,1	5,1	
Schwelle Stadtstaaten	3,8	3,3	4,4		5,4	5,4	5,4	5,4	

* Der Länderdurchschnitt ab 2024 wurde per Schätzverfahren bestimmt. **Rot** = Verletzung des zulässigen Grenzwertes; mehrfach = Überschreitung
Quelle: Stabilitätsrat, NORD/LB Floor Research

Schuldenstand in EUR je Einwohner

	Ist		Soll 2023	Überschrei- tungen	Finanzplanung				Überschrei- tungen
	2021	2022			2024	2025	2026	2027	
Baden-Württemberg	5.370	5.225	5.337	nein	5.319	5.296	5.296	-	nein
Bayern	2.810	2.771	2.767	nein	2.736	2.687	2.616	-	nein
Brandenburg	6.905	6.595	7.211	nein	7.499	7.475	7.552	-	nein
Hessen	6.388	6.210	6.243	nein	6.243	6.243	6.243	6.243	nein
Mecklenburg-Vorpommern	7.595	7.518	7.518	nein	7.352	7.273	7.194	7.115	nein
Niedersachsen	8.484	8.237	8.237	nein	8.223	8.212	8.189	8.165	nein
Nordrhein-Westfalen	8.917	9.062	9.100	nein	8.932	8.908	8.884	8.860	nein
Rheinland-Pfalz	7.732	7.582	7.444	nein	7.456	7.407	7.369	7.332	nein
Saarland	14.840	17.458	17.357	ja	17.255	17.154	17.053	16.952	ja
Sachsen	3.171	3.237	3.193	nein	3.095	2.982	2.863	2.745	nein
Sachsen-Anhalt	10.179	10.580	10.557	ja	10.642	10.732	10.818	-	ja
Schleswig-Holstein	10.829	10.590	10.716	ja	10.734	10.747	10.747	-	ja
Thüringen	7.444	7.384	7.347	nein	7.233	7.115	6.995	6.871	nein
Berlin	16.318	15.960	15.987	nein	16.169	16.354	16.482	16.547	nein
Bremen	32.682	32.583	36.680	ja	36.586	36.494	36.370	36.213	ja
Hamburg	13.777	13.397	13.431	nein	13.549	13.767	14.183	-	nein
Ø *	7.580	7.529	7.600		10.564	10.553	10.553	10.640	
Schwelle Flächenländer	9.854	9.787	9.880		9.980	10.080	10.180	10.280	
Schwelle Stadtstaaten	16.676	16.563	16.721		16.821	16.921	17.021	17.212	

* Der Länderdurchschnitt ab 2024 wurde per Schätzverfahren bestimmt. **Rot** = Verletzung des zulässigen Grenzwertes; mehrfach = Überschreitung
Quelle: Stabilitätsrat, NORD/LB Floor Research

Bremen: Potenziell drohende Haushaltsnotlage

Zusammen mit dem Saarland befand sich auch Bremen seit 2011 in einem Sanierungsprogramm, das Ende 2020 ausgelaufen ist. Wie weiter oben bereits berichtet, wies Bremen schon zur 24. Sitzung (Dezember 2021) erneut auffällige Haushaltskennzeichen auf, weshalb ein Evaluationsausschuss auf Staatssekretäresebene eingesetzt wurde. Vor dem Hintergrund der damaligen Krisenlage hielt der Evaluationsausschuss allerdings die Einreichung für den Vorschlag eines Sanierungsprogramms von Bremen für die Sitzung des Rates zum Jahresende 2023 für vertretbar. Der Stabilitätsrat folgte daraufhin den Vorschlägen und stellte für Bremen eine drohende Haushaltsnotlage fest. Am 29. November 2023 wurde der Evaluationsausschuss nunmehr darüber in Kenntnis gesetzt, dass der Bremer Senat im Rahmen einer Klausurtagung am 28. November 2023 beschlossen hat, dass die Landesregierung als Konsequenz aus dem bereits angesprochenen BVerfG-Urteil für das abgelaufene Jahr einen 2. Nachtragshaushalt vorlegen muss. Daraus ergeben sich erhebliche Auswirkungen auf das Haushaltsjahr 2023 sowie die Finanzplanung. Vor diesem Hintergrund sei ebenfalls das vorgelegte Sanierungsprogramm anzupassen. Der Stabilitätsrat hat deshalb den Evaluationsausschuss beauftragt, die Abstimmung des Sanierungsprogramms fortzusetzen und zur Sitzung des Stabilitätsrates in der zweiten Jahreshälfte 2024 eine Sanierungsvereinbarung mit Bremen auf Grundlage aktualisierter Haushaltsdaten vorzulegen.

Niedersachsen: Ausgeglichene Haushalte und stabile Verschuldung

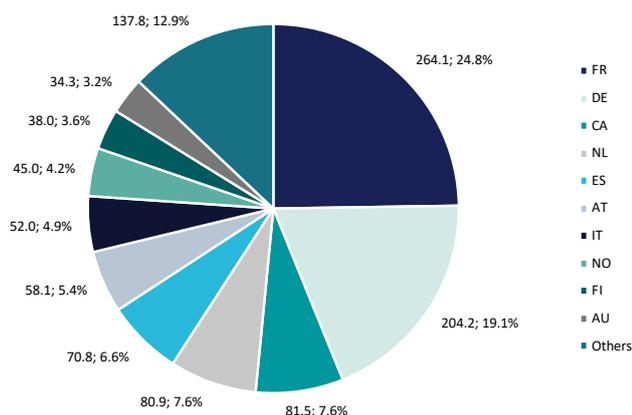
Und wie ergeht es unserem Hauptanteilseigner? Das Land Niedersachsen überschreitet bei keiner vom Stabilitätsrat berücksichtigten Kennzahl den Schwellenwert und befindet sich nach wie vor nicht in einem Sanierungsverfahren. Niedersachsen weist dementsprechend weiterhin keine Auffälligkeiten auf. Durch eine solide Haushaltsführung in den letzten Jahren kann Niedersachsen die Herausforderungen aus Pandemie, Energiekrise und Inflation bewältigen. Die aktuelle Situation belege, dass trotz Schuldenbremse die Handlungsfähigkeit des Landes gewährleistet bleibt. Gemäß aktueller Haushaltslage und Finanzplanung weist Niedersachsen bereits seit 2022 wieder einen positiven strukturellen Finanzierungssaldo auf. Dieser wird laut Planung in den Jahren 2024 bis 2027 wiederum leicht ins Negative abrutschen, jedoch stets deutlich über den Schwellenwerten liegen.

Fazit

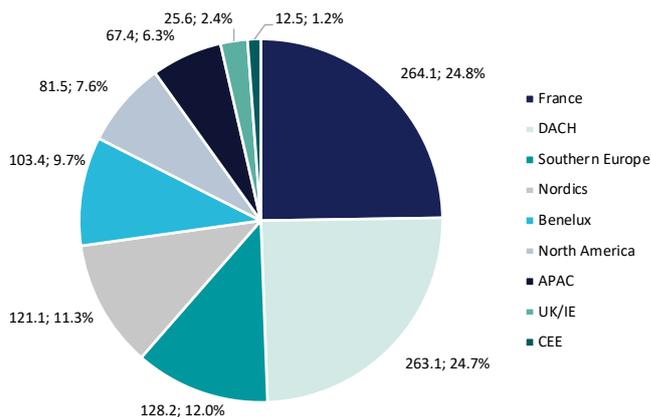
Die 28. Sitzung des Stabilitätsrates war erneut von den Herausforderungen multipler Krisen geprägt. Seit der ersten Sitzung des Stabilitätsrats im April 2010 hat sich die finanzielle Lage der deutschen Bundesländer stetig verbessert, was an der sinkenden Zahl der vom Stabilitätsrat identifizierten Auffälligkeiten bzw. Überschreitungen zu erkennen ist. Wurden während der Sitzung im Jahr 2011 noch 29 Auffälligkeiten verbucht, waren es 2023 trotz der Kriege, Energiekrise, restriktiver Geldpolitik und Inflation wiederum 20 Auffälligkeiten – nach dem historischen Allzeittief von 16 im Jahr 2022. Daher ist insgesamt eine positive Entwicklung festzustellen. Lediglich für das Land Bremen wurde eine drohende Haushaltsnotlage neuerlich bekräftigt. Aufgrund des BVerfG-Urteils wurde für 2023 ein zweiter Nachtragshaushalt in Bremen erforderlich, der Anpassungen am Sanierungskonzept vom November 2023 nach sich zieht. Entsprechend nachjustierte Vorschläge zum Sanierungsverfahren erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte 2024. Wie Sie es von uns gewohnt sind, werden wir über die neusten Entwicklungen berichten.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



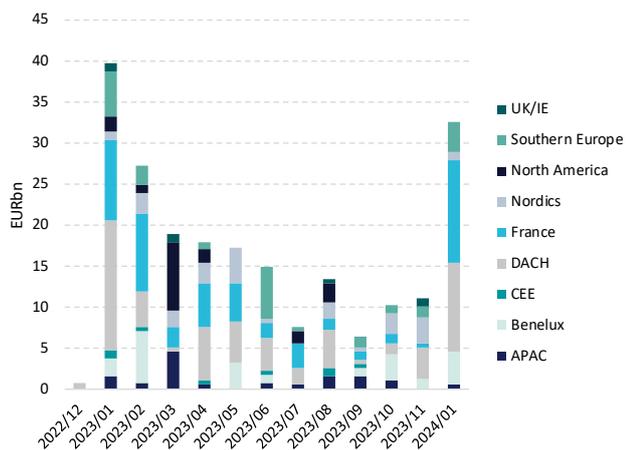
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



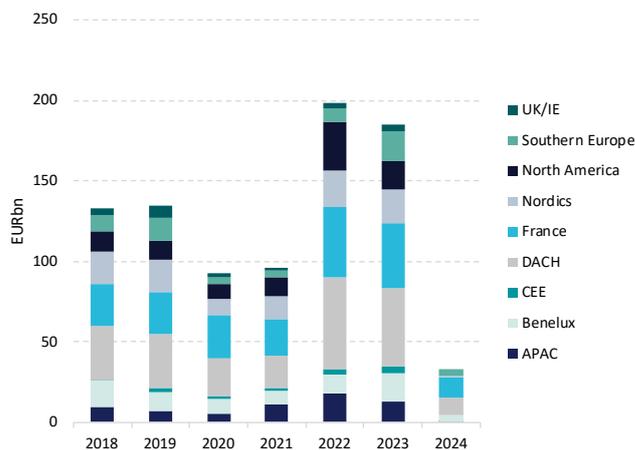
Top-10 Jurisdiktionen

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	264.1	254	24	0.97	9.3	4.9	1.34
2	DE	204.2	291	37	0.65	7.8	4.1	1.29
3	CA	81.5	60	0	1.33	5.5	2.7	1.15
4	NL	80.9	81	3	0.94	10.4	6.1	1.22
5	ES	70.8	56	5	1.15	11.0	3.3	2.05
6	AT	58.1	98	5	0.58	8.1	4.5	1.44
7	IT	52.0	64	4	0.78	8.5	3.7	1.73
8	NO	45.0	55	12	0.82	7.3	3.6	0.78
9	FI	38.0	42	4	0.89	6.9	3.6	1.53
10	AU	34.3	33	0	1.04	7.2	3.3	1.56

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

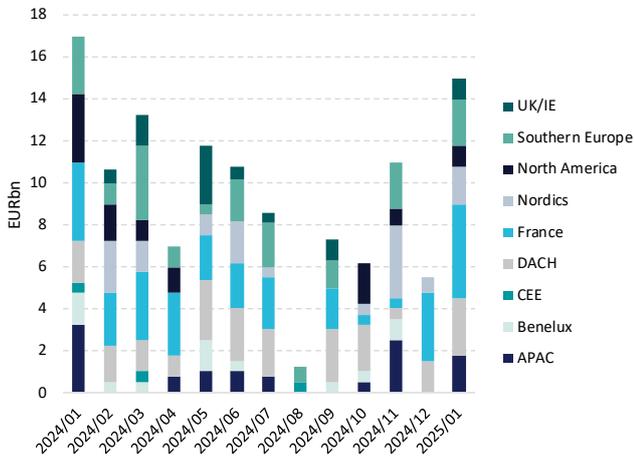


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

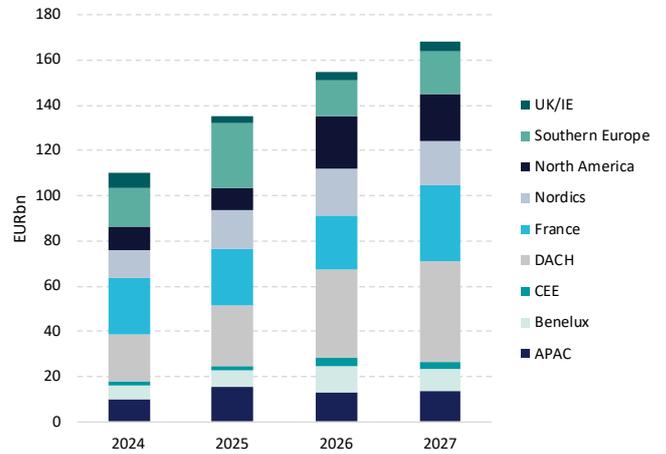


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

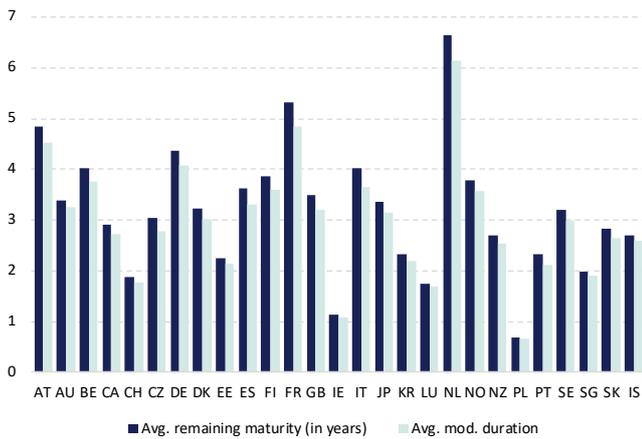
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



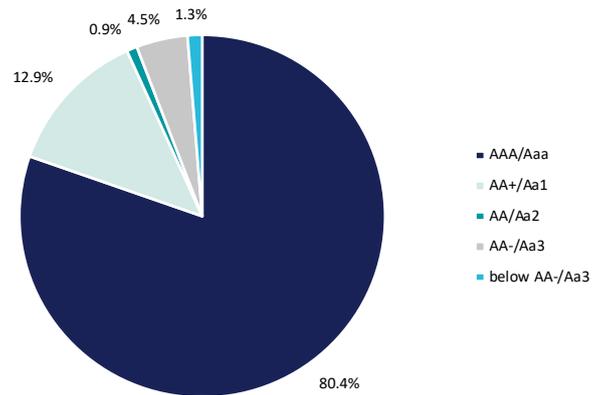
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



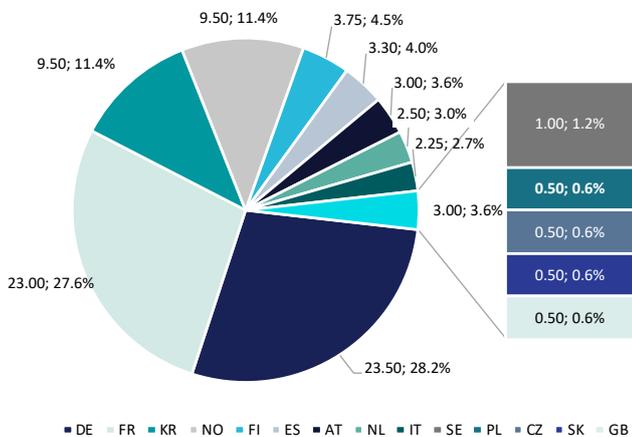
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



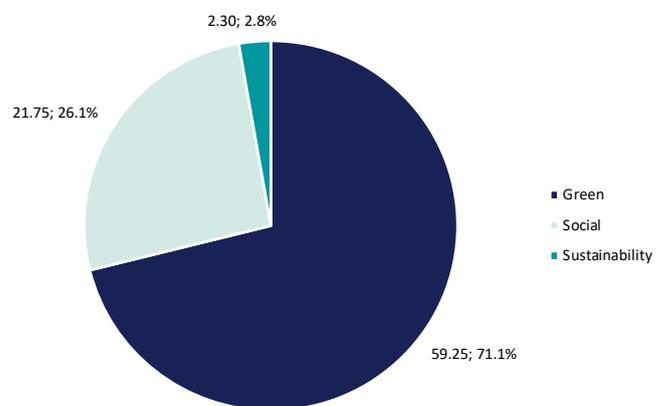
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

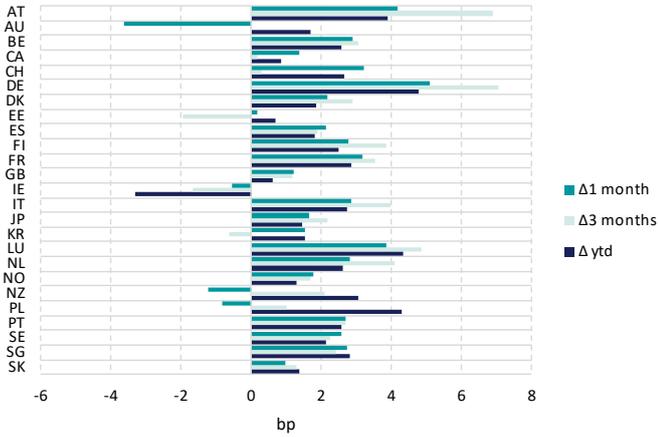


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

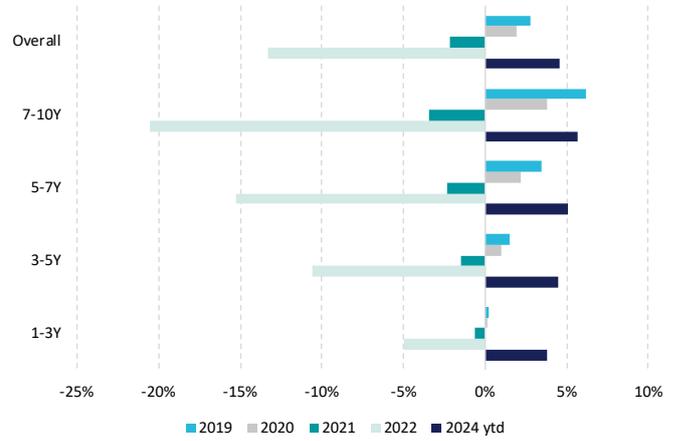


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

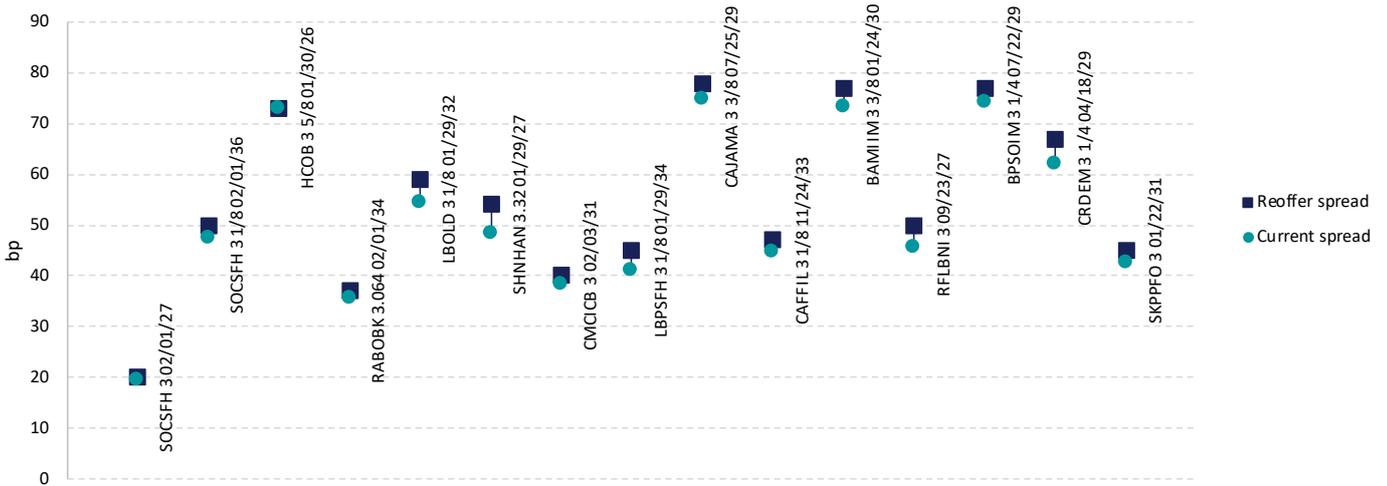
Spreadveränderung nach Land



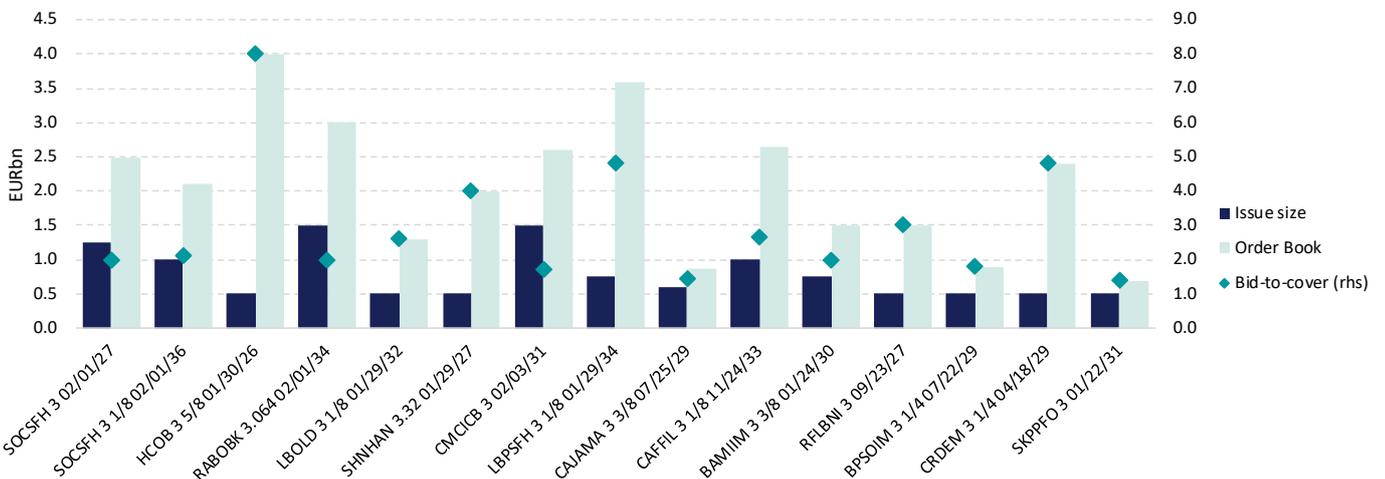
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



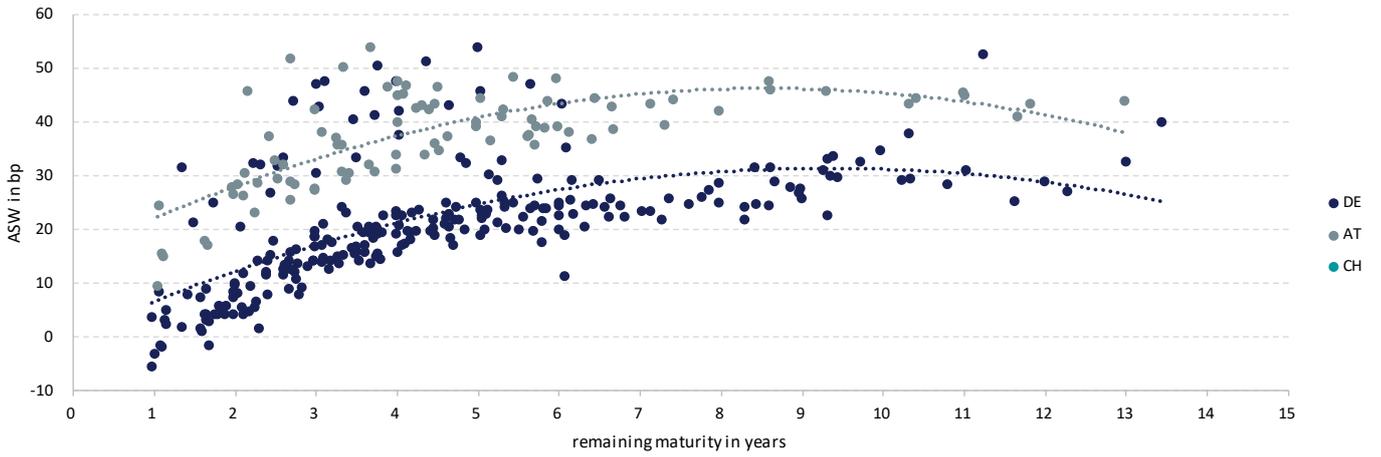
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



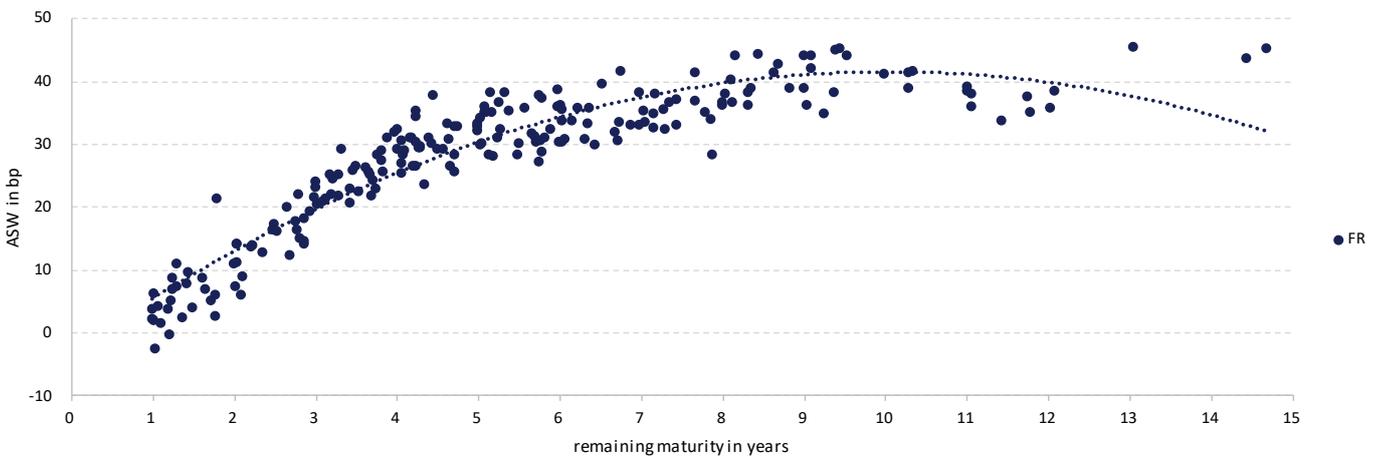
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht¹

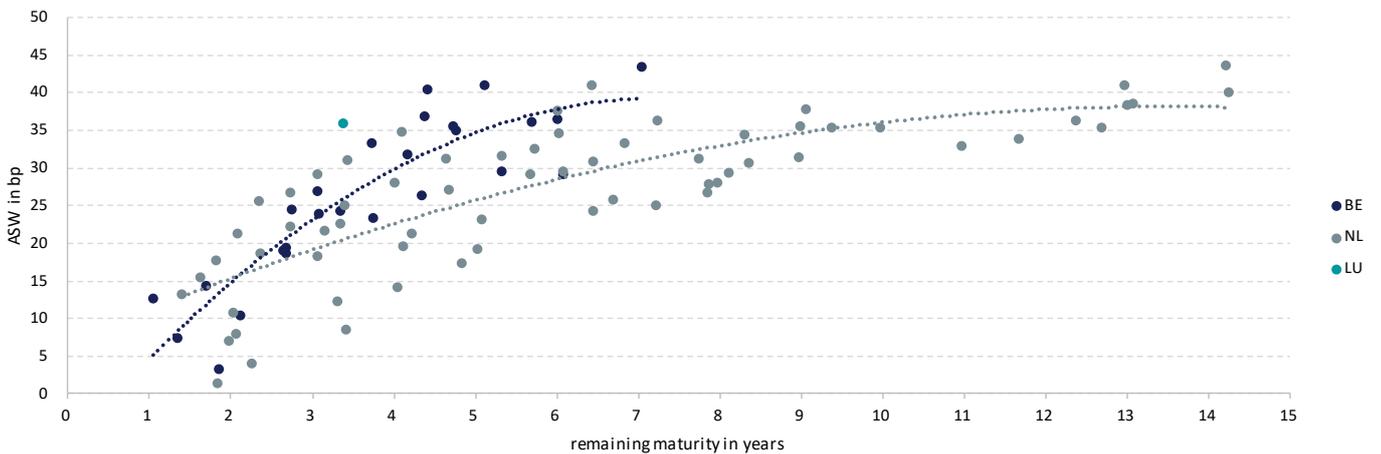
DACH 



France 

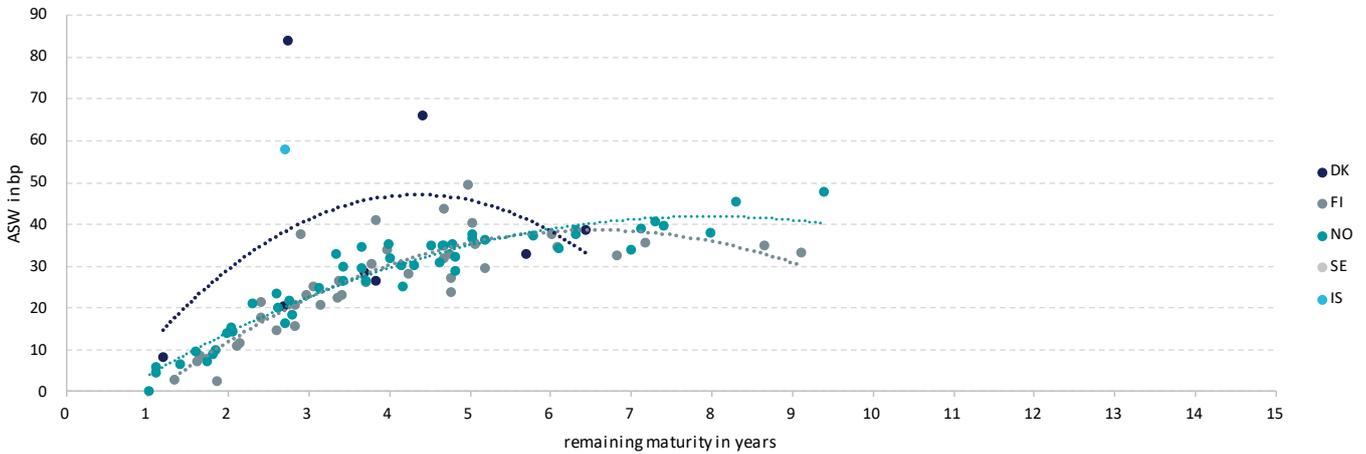


Benelux 

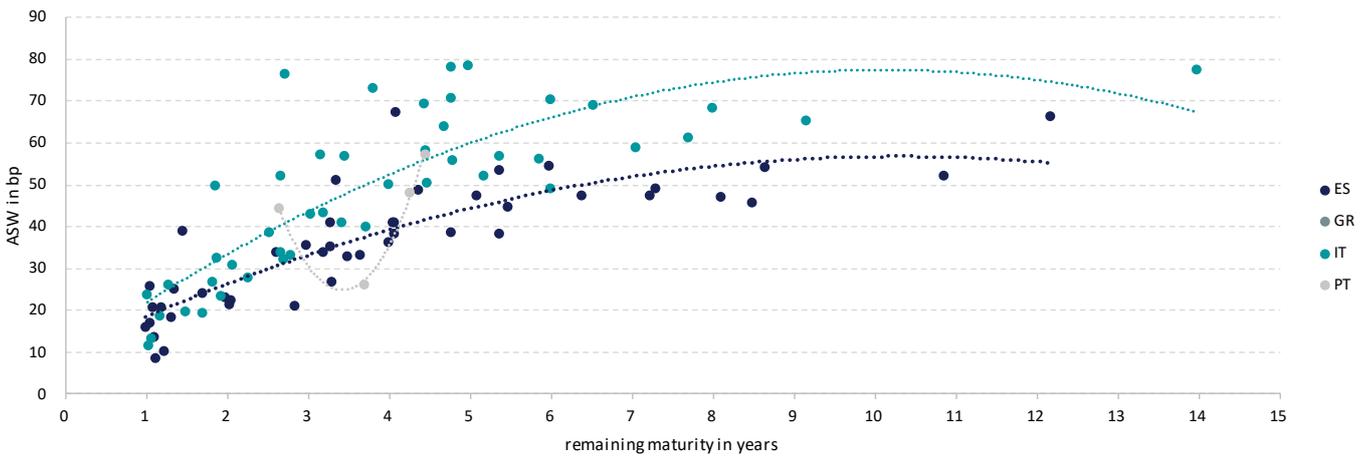


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research ¹Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

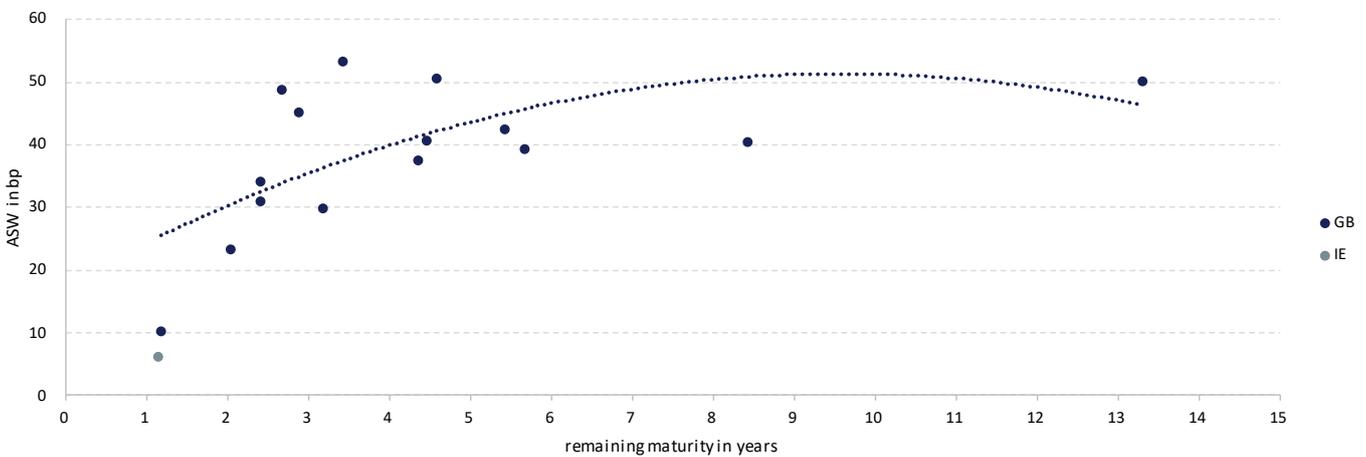
Nordics 🇩🇰 🇸🇪 🇳🇴 🇫🇮 🇮🇸



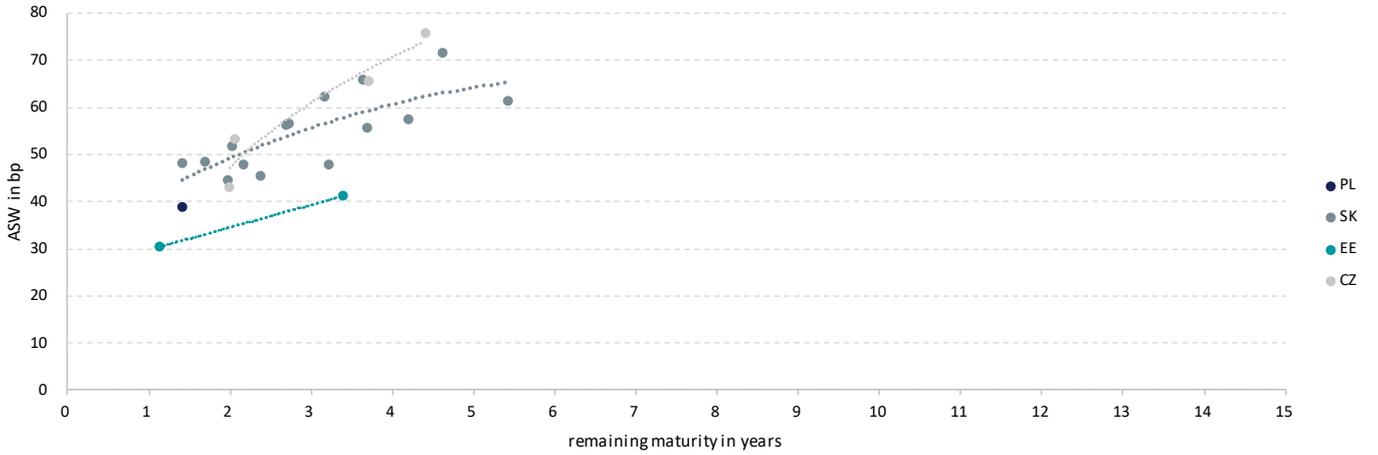
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



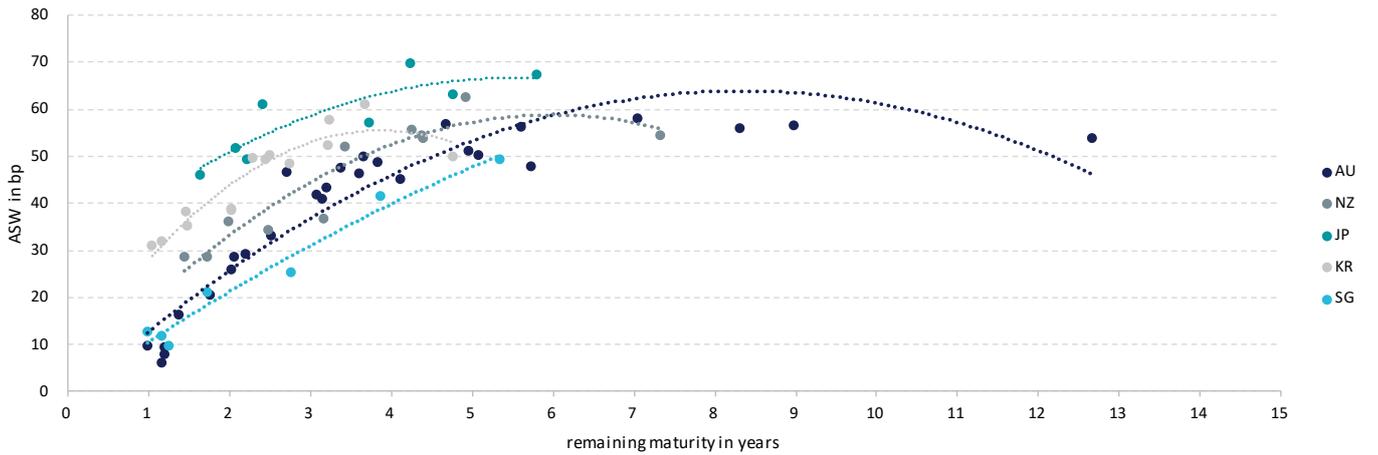
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



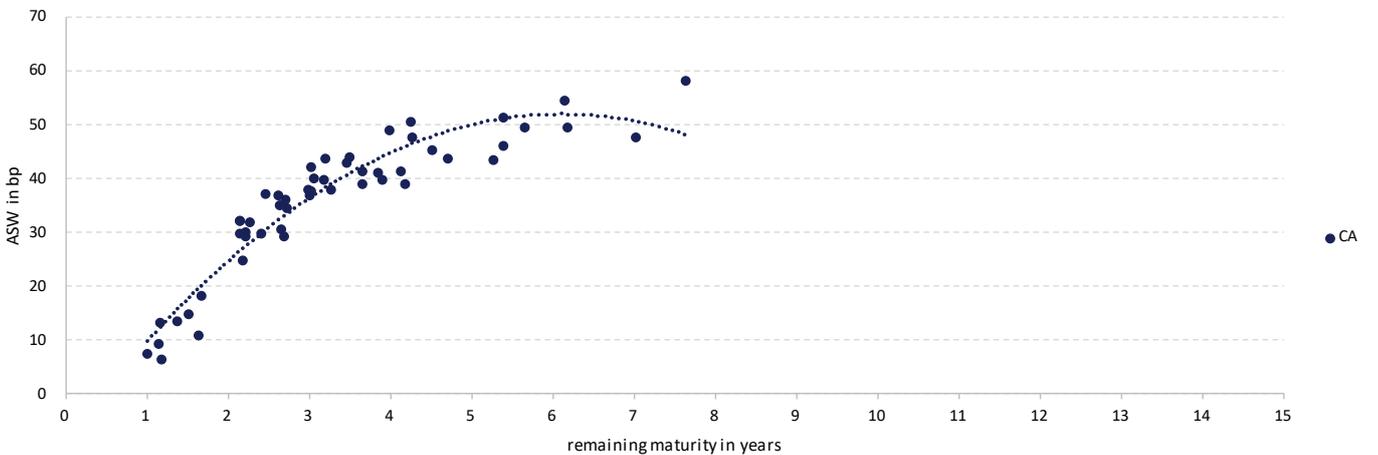
CEE 



APAC 



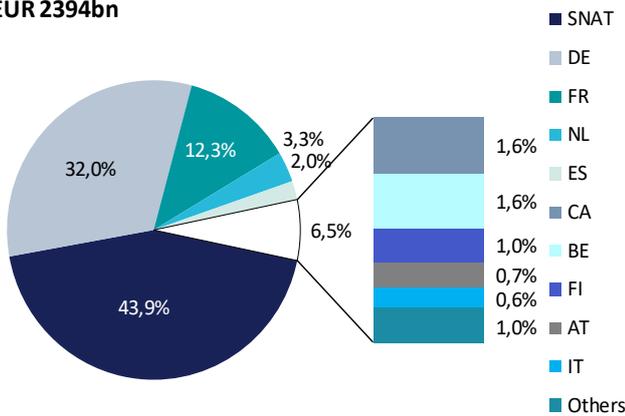
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

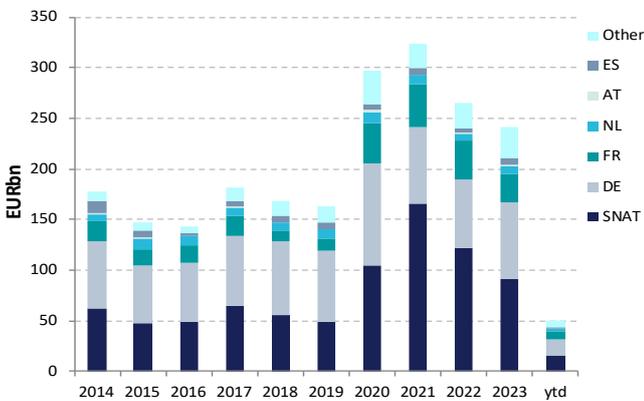
EUR 2394bn



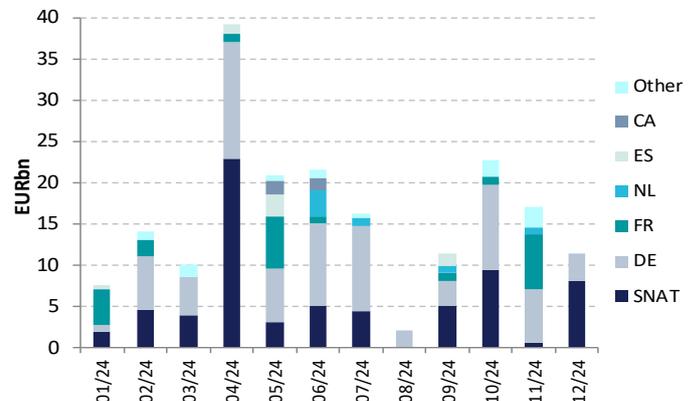
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.050,8	231	4,5	8,0
DE	766,4	571	1,3	6,2
FR	293,5	198	1,5	5,9
NL	78,2	67	1,2	6,7
ES	48,5	66	0,7	4,6
CA	39,3	26	1,5	4,4
BE	37,8	41	0,9	10,5
FI	23,5	25	0,9	4,8
AT	17,8	22	0,8	4,4
IT	14,5	18	0,8	4,5

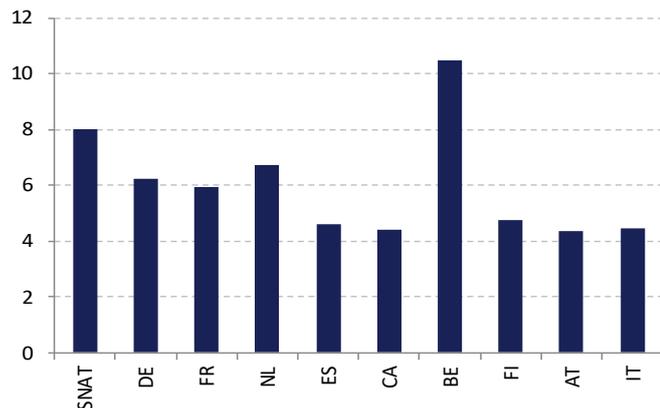
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



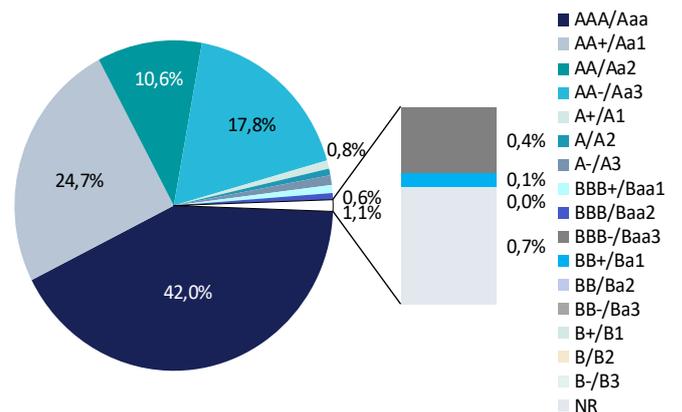
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



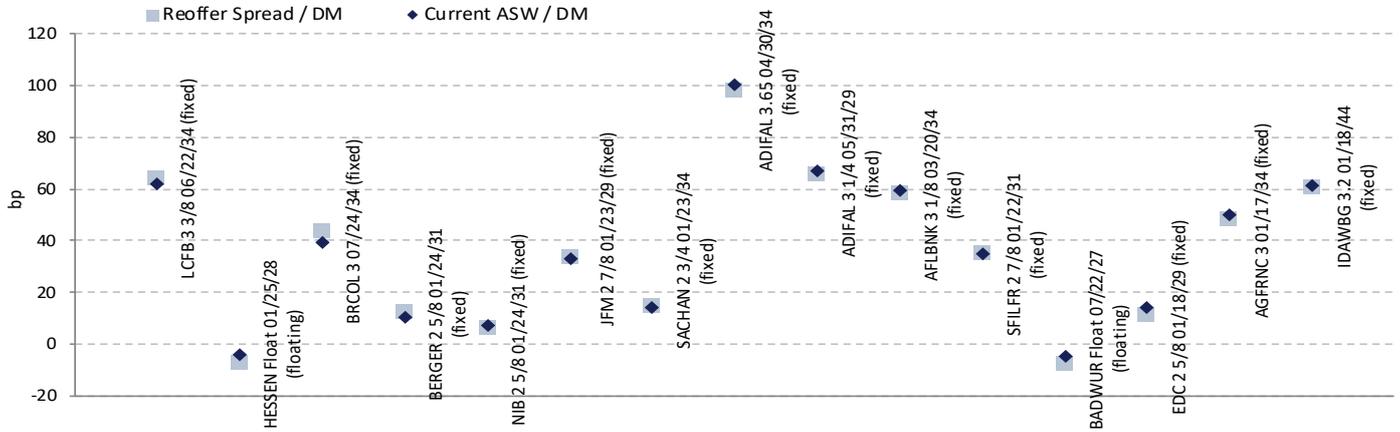
Vol. gew. Modified Duration nach Land



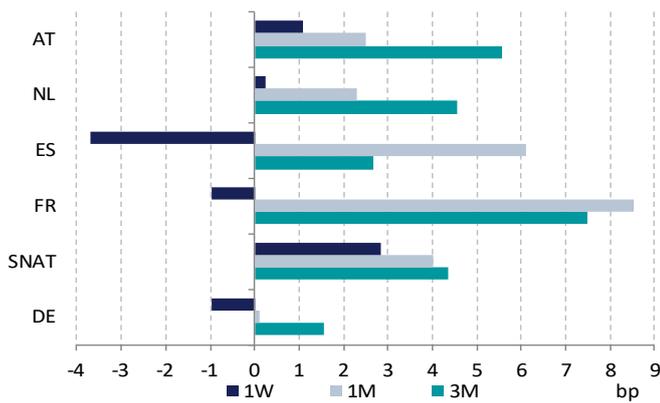
Ratingverteilung (volumengewichtet)



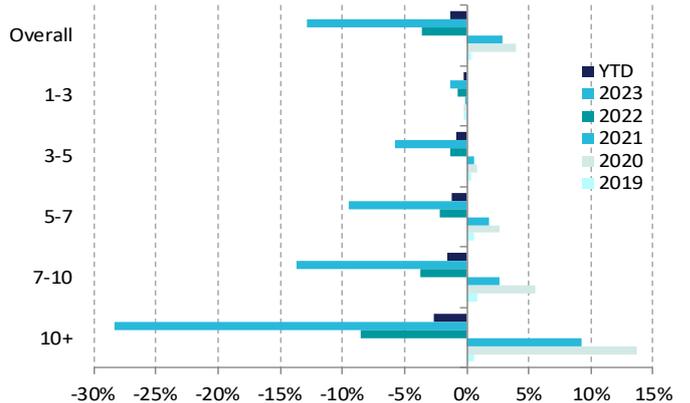
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



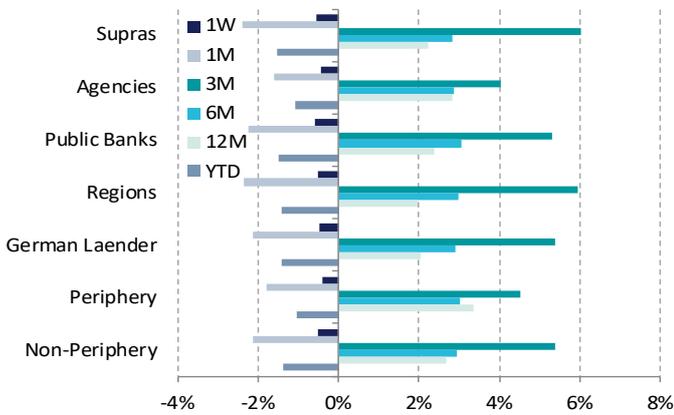
Spreadentwicklung nach Land



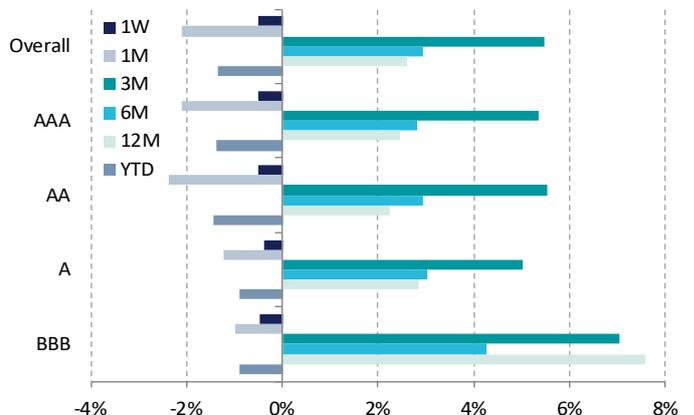
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

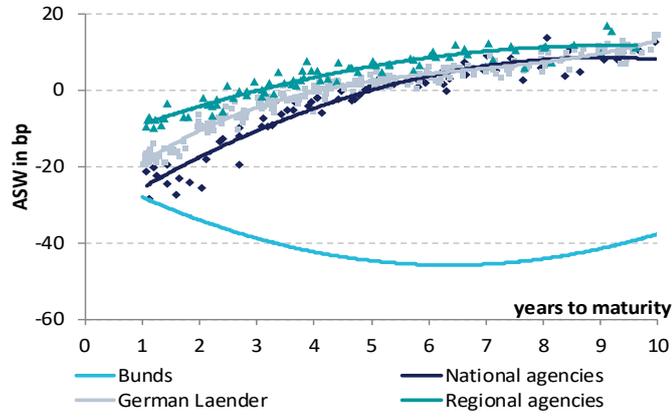


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

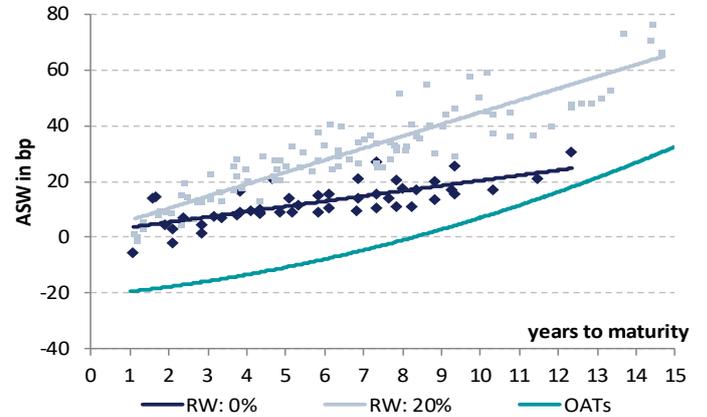


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

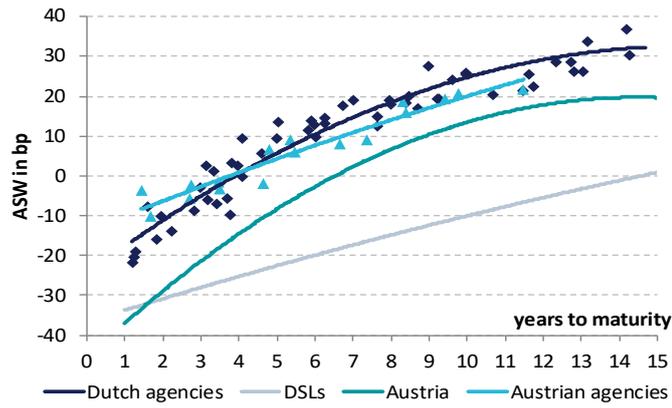
Germany (nach Segmenten)



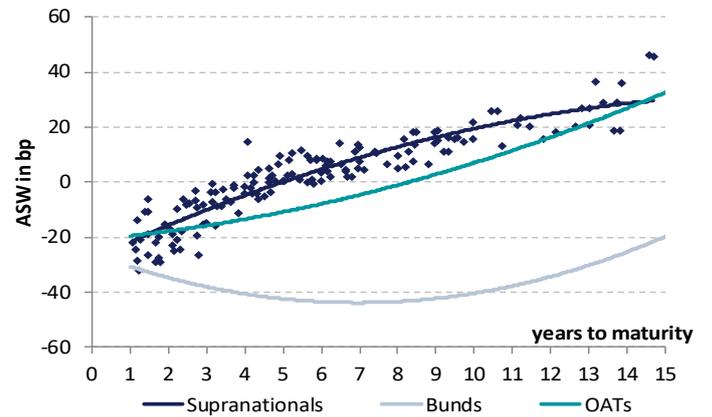
France (nach Risikogewichten)



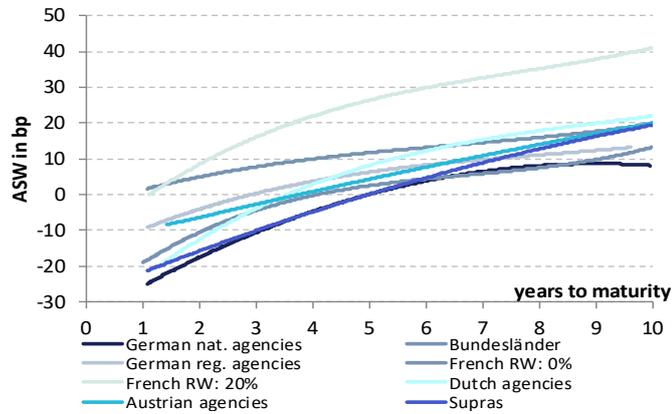
Netherlands & Austria



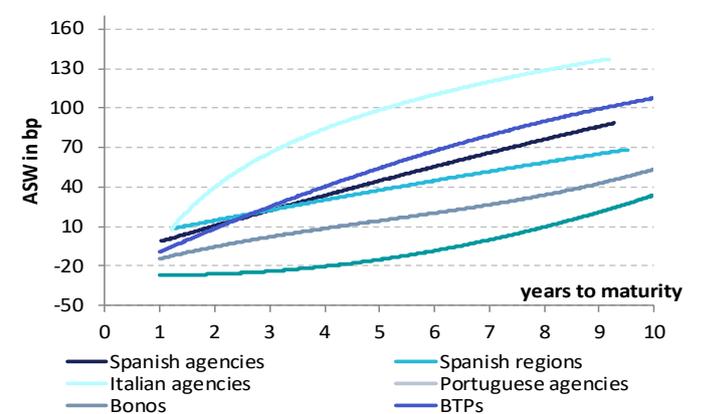
Supranationals



Core



Periphery



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

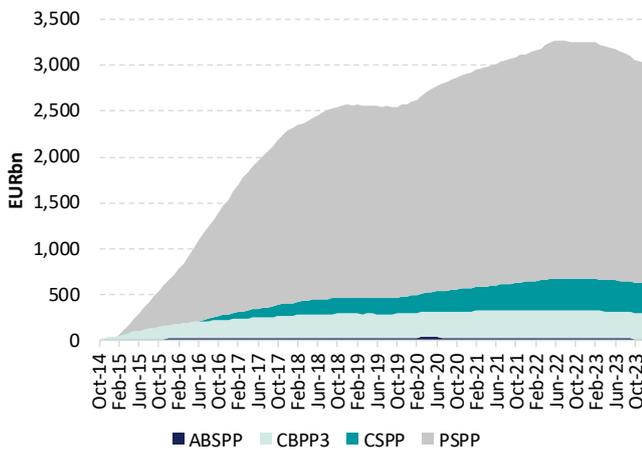
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

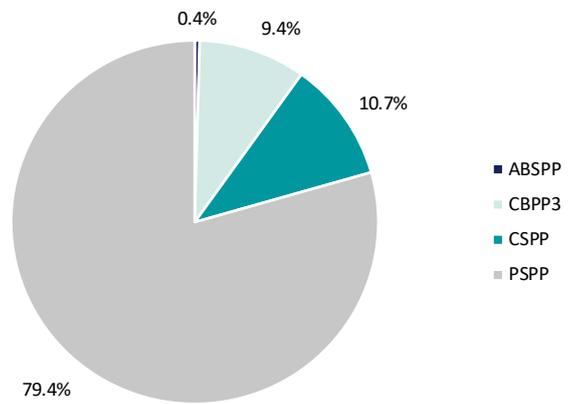
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Nov-23	13,840	286,174	325,481	2,412,976	3,038,471
Dec-23	13,350	285,620	323,921	2,403,035	3,025,926
Δ	-478	-408	-1,355	-6,776	-9,017

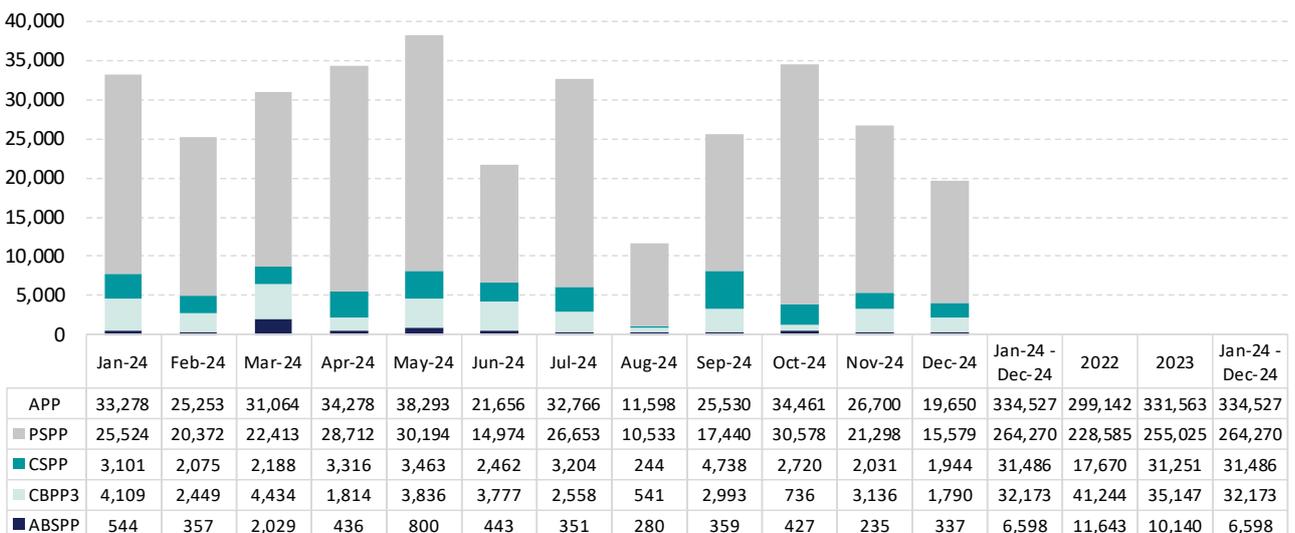
Portfolioentwicklung



Portfoliostruktur



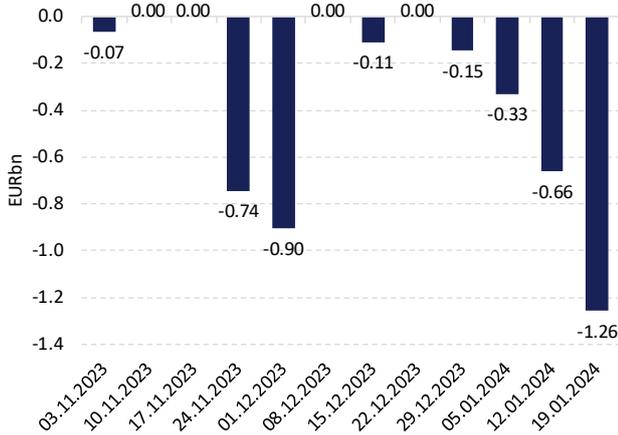
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



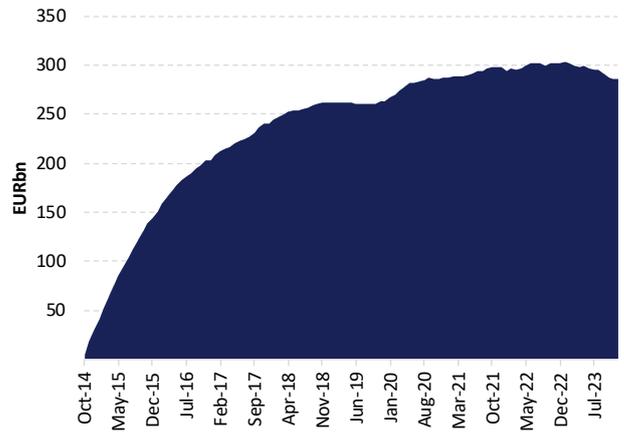
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

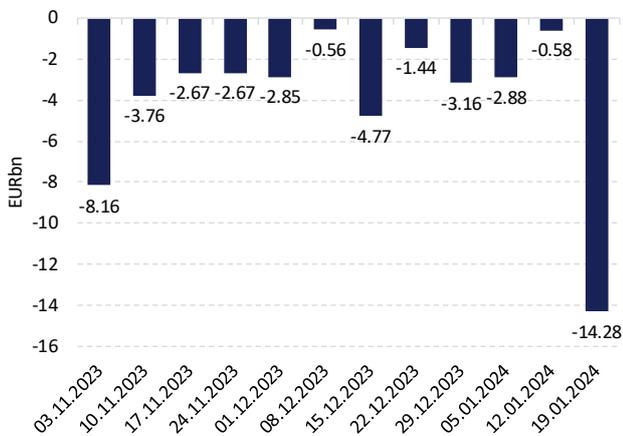


Entwicklung des CBPP3-Volumens

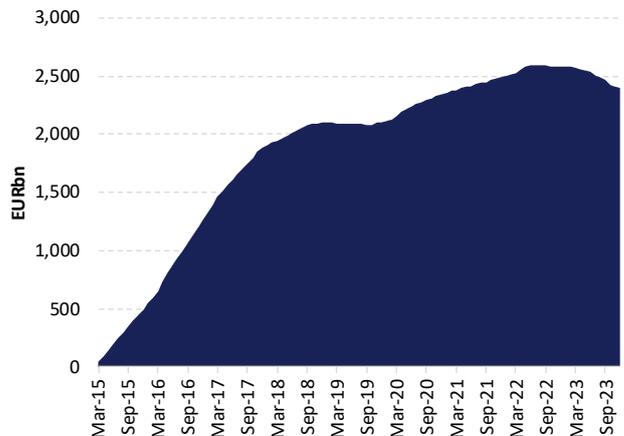


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufsvolumen

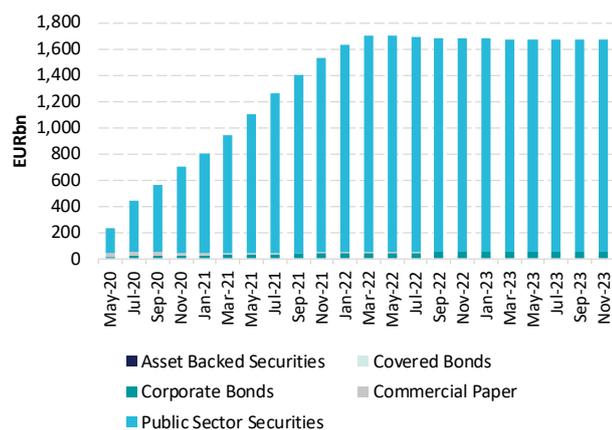


Entwicklung des PSPP-Volumens

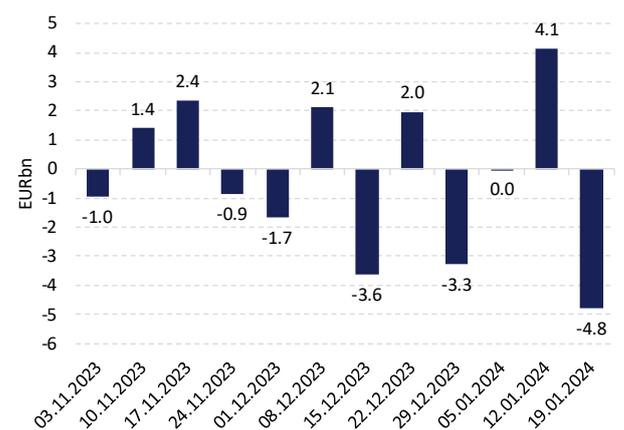


Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Portfolioentwicklung



Wöchentliches Ankaufsvolumen



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
02/2024 ♦ 17. Januar	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pfandbriefmarkt: Potenzieller Newcomer Evangelische Bank ▪ Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im SSA-Jahr 2023
01/2024 ♦ 10. Januar	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EZB-Rückblick 2023: Zinswende ohne Ende? ▪ Jahresrückblick 2023 – Covered Bonds ▪ SSA: Jahresrückblick 2023
37/2023 ♦ 13. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2024 ▪ SSA-Ausblick 2024: EZB, NGEU und deutsche Schuldenbremse
36/2023 ♦ 06. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Das Covered Bond-Universum von Moodys: Ein Überblick ▪ Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies 2023
35/2023 ♦ 29. November	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ESG-Covered Bonds: Ein Blick auf die Angebotsseite ▪ Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
34/2023 ♦ 22. November	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2023 ▪ Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2023
33/2023 ♦ 15. November	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
32/2023 ♦ 08. November	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Norwegen: SpareBank 1 Sor-Norge entsteht ▪ PEPP versus TPI – oder: Dort (re)investieren, wo andere Urlaub machen
31/2023 ♦ 25. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Banken in Europa: Das EBA Risk Dashboard im II. Quartal 2023 ▪ Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2023
30/2023 ♦ 18. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covered Bond-Jurisdiktionen im Fokus: Ein Blick auf Kanada ▪ Newfoundland and Labrador im Fokus
29/2023 ♦ 11. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ein Covered Bond-Blick auf Belgien ▪ Funding kanadischer Provinzen im Überblick
28/2023 ♦ 27. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ Update: DEUSTD – Deutsche Städteanleihe No. 1
27/2023 ♦ 20. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Neuzugang im EUR-Benchmarksegment: Bendigo and Adelaide Bank will Emittentenkreis in Australien erweitern ▪ Teaser: Issuer Guide – Österreichische Agencies 2023
26/2023 ♦ 13. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2022 ▪ Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2023
25/2023 ♦ 06. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covered Bond-Markt bleibt auf Wachstumskurs: Bereichert die OLB demnächst das EUR-Benchmarksegment? ▪ NORD/LB Issuer Guide Deutsche Länder 2023 erschienen
24/2023 ♦ 19. Juli	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Banken in Europa: Das EBA Risk Dashboard im I. Quartal 2023 ▪ EZB-Repo-Sicherheitenregeln und deutsche Länder
23/2023 ♦ 12. Juli	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das zweite Halbjahr 2023

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide Covered Bonds 2023](#)

[Covered Bond-Gesetze im tabellarischen Vergleich](#)

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

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2023](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2023](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2023](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2023](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2023](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2023](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2023](#)

[EZB-Preview: Neues Jahr, neues Glück?!](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Schal, fahl und mit \(noch\) weniger PEPP](#)

[EZB-Preview: Schweigsames Gipfeltreffen?](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds/Banks

+49 172 354 8977

frederik.kunze@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck, ClIA

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

lukas.kuehne@nordlb.de



Christian Ilchmann

SSA/Public Issuers

+49 157 851 64976

christian.ilchmann@nordlb.de



Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

lukas-finn.frese@nordlb.de

Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Institutional Sales MM/FX	+49 511 9818-9460
Fixed Income Relationship Management 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 9818-9660
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 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 und 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 Wertpapieren 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. Januar 2024 (08:41 Uhr)