

Capital Markets Spotlight Ausblick auf H2/2025

45-minütige Session via Microsoft Teams
14. August | 14:00 Uhr
event-markets@nordlb.de



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

| | |
|---|-----------|
| Marktüberblick | |
| Covered Bonds | 3 |
| SSA/Public Issuers | 7 |
| Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update | 11 |
| Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025 | 22 |
| Charts & Figures | |
| Covered Bonds | 26 |
| SSA/Public Issuers | 32 |
| EZB-Tracker | 35 |
| Cross Asset | 36 |
| Ausgaben im Überblick | 37 |
| Publikationen im Überblick | 38 |
| Ansprechpartner in der NORD/LB | 39 |

Flooranalysten:

Head of Desk

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

Covered Bonds/Banks

Lukas Kühne
lukas.kuehne@nordlb.de

Alexander Grenner
alexander.grenner@nordlb.de

SSA/Public Issuers

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

Tobias Cordes, CIIA
tobias.cordes@nordlb.de

Marktüberblick

Covered Bonds

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne

Primärmarkt: Ist ein Ende der Sommerpause in Sicht?

Seit unserer letzten Wochenpublikation, in der wir noch über die Dual Tranche der Banco Santander (Laufzeiten 4y und 8y) berichten konnten, hat sich der Primärmarkt in die Sommerpause verabschiedet. Im Schnitt der letzten drei Jahre pausierten die Emissionsaktivitäten am Primärmarkt für rund 30 Tage. Der Zeitraum der Sommerpause blieb dabei in den vorangegangenen drei Jahren weitestgehend konstant: So begann die Pause jeweils zwischen dem 16. und 20. Juli und endete zwischen dem 16. und 20. August. Der Zeitpunkt der letzten Primärmarkttransaktion vor der emissionsfreien Sommerperiode (07. Juli) spricht in diesem Jahr für eine „frühe“ Pause der Emissionsaktivitäten. Dies sollte insbesondere angesichts der Rekordemissionen im Monat Juni aber nicht verwundern. Offensichtlich haben die Emittenten das gute Emissionsfenster am Primärmarkt genutzt, um ihren Fundingbedarf noch vor dem Auslaufen der angekündigten 90-tägigen Zollpause der US-Regierung am 09. Juli decken zu können. Trotz des früheren Beginns der Sommerpause erwarten wir keinen vorgezogenen Neustart der Emissionsaktivitäten, sondern rechnen eher mit einer Wiederaufnahme des Primärmarktgeschäfts zu einem ähnlichen Zeitpunkt wie in den Vorjahren. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich der [Markt für SSA/Public Issuers](#) ebenfalls noch in der sommerlichen Emissionspause befindet. Emittenten aus diesem Segment fungieren bei einem Marktneustart oftmals auch als Türöffner für die Covered Bond-Emittenten. Einen ersten Preispunkt nach der Sommerpause setzten in den vergangenen zwei Jahren zwei Pfandbriefemittenten mit der Commerzbank (2024) und der Berlin Hyp (2023). Auch in diesem Jahr liegt die Vermutung nahe, dass erneut ein Emittent aus den beiden größten EUR-Benchmarkjurisdiktionen Deutschland und Frankreich den Markt eröffnen könnte. Emittenten aus der zweiten Reihe dürften anfangs eher eine abwartende Haltung einnehmen, bis das Marktgeschehen ins Rollen gekommen ist. Anders als am Markt für SSA/Public Issuers und Covered Bonds konnte die UBS am Dienstag (05. August), in Form einer Dual Tranche (6NC5 und 11NC10), die ersten ungedeckten EUR-Benchmarkanleihen nach der Sommerpause am Markt platzieren. Damit zeigte die UBS eindrücklich, dass Neuemissionen auch zu einem frühen Zeitpunkt im August durchaus gut aufgenommen werden können. Grundsätzlich sehen wir aber trotz der erfolgreichen UBS-Transaktion keine Anzeichen, die auf einen deutlich früheren Start des Covered Bond-Marktes aus der Sommerpause hindeuten.

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

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

Sekundärmarkt: Sommerblues kommt in niedrigen Transaktionsvolumina zum Ausdruck

Ähnlich wie auf dem Primärmarkt ist es auch am Sekundärmarkt ruhig geworden, was nicht zuletzt auf das ausbleibende Neuangebot zurückzuführen ist. Entsprechend verhartet das Transaktionsvolumen auf einem niedrigen Niveau. Dabei dominierte die Käuferseite teilweise deutlich, wobei sich die Nachfrage sowohl auf das mittlere als auch auf das lange Laufzeitsegment konzentrierte. Mit Blick auf die Sekundärmarktspreads ist die jüngste Bewegung im Bund-Swap-Spread als unterstützend anzusehen.

EBA veröffentlicht Ergebnisse der Überprüfung der Covered Bond-Richtlinie

Im September 2023 hat die EU-Kommission die European Banking Authority (EBA) in einem [Call for Advice](#) mit der Überprüfung der Covered Bond-Richtlinie (CBR) beauftragt. Darin soll die EBA u.a. die Umsetzung der CBR in nationales Recht sowie die Wirksamkeit der Richtlinie hinsichtlich einer stärkeren Harmonisierung des Marktes beurteilen und auf dieser Basis Empfehlungen für die EU-Kommission ausarbeiten, an welchen Stellen der Gesetzgeber möglicherweise noch Anpassungen vornehmen sollte. Im Juni legte die EBA nun die Ergebnisse des Call for Advice vor. Darin betont sie die Relevanz des Covered Bonds als wichtiges Refinanzierungsinstrument für die europäischen Banken. Gleichzeitig hebt die Aufsichtsbehörde hervor, dass sich die Übersicherungsquoten und die verwendeten Cover Assets je nach Mitgliedstaat zum Teil deutlich unterscheiden. Vor diesem Hintergrund hat die EBA sechs Empfehlungen an die EU-Kommission zur stärkeren Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Marktes entwickelt. Erstens sollten die Kriterien für zulässige Deckungswerte in der CBR angeglichen werden. Zweitens sieht die EBA die Einführung einer Drittstaatenregelung auf Grundlage der Gegenseitigkeit vor, was gerade in Bezug auf die LCR-Fähigkeit von Non-EU Covered Bonds relevant ist. Drittens rät die EBA zu einem vorsichtigen Ansatz bei der Einführung von European Secured Notes, insbesondere mit dem Verweis auf die eingeschränkte Kapitalmobilität bei KMU-Krediten. Viertens empfiehlt die EBA eine stärkere Beteiligung der nationalen Aufsichtsbehörden am Prozess einer möglichen Fälligkeitsverschiebung eines Covered Bonds. Diese sollten die Objektivität der Auslöser einer Fälligkeitsverschiebung (Trigger Event) sicherstellen sowie die Rolle des Emittenten vor dem Eintritt eines solchen Events hinterfragen. Fünftens rät die EBA zur Einführung einer grundsätzlichen Offenlegung von klimabasierten Risiken bei hypothekarischen Deckungswerten. Sechstens fordert sie die Harmonisierung von Vermögenswerten in der CBR mit dem allgemeinen CRR III. Unseres Erachtens sind die Empfehlungen der EBA mehr als ein erster Anstoß zu einer stärkeren Harmonisierung der nationalen Covered Bond-Gesetzgebungen. Es bleibt aber abzuwarten, in welcher Detailtiefe die EU-Kommission den Empfehlungen der EBA folgen wird.

UK: PRA nimmt Abstand von geplanten Änderungen zur LCR-Fähigkeit von Non-UK CBs

Wie wir in unserer Wochenpublikation am 30. April [berichtet](#) haben, hatte die Prudential Regulation Authority (PRA) der Bank of England in der aktuellen Thematik um die LCR-Fähigkeit von Non-UK Covered Bonds im Vereinigten Königreich zuletzt eine Aussetzung der geplanten Änderungen bekanntgegeben. Nach diesen Änderungen hätten „Overseas Covered Bonds“ von britischen Banken zukünftig nicht mehr als Level 2A High Quality Liquid Assets (HQLA) registriert werden dürfen. Nachdem die PRA nun Zeit hatte, ihren Ansatz klarzustellen und die aufgetretenen Fragen und Kommentare der Marktteilnehmer zu berücksichtigen, gab sie am 15. Juli ein [aktuelles Statement](#) zum Thema ab. Hiernach wurde die Entscheidung getroffen, die geplanten Änderungen nicht weiter zu verfolgen und den Status quo von vor dem 17. April wiederherzustellen. Stattdessen plant die PRA eng mit dem Wirtschafts- und Finanzministerium bei der Einführung eines „Overseas Prudential Requirements Regime“ (OPRR) zusammenzuarbeiten. Bis zu dessen Einführung können Non-UK Covered Bonds weiterhin in der LCR berücksichtigt werden. Das Ministerium stellt klar, dass sichergestellt werden soll, dass keine plötzlichen scharfen Brüche in der Behandlung von Overseas Covered Bonds entstehen, unabhängig davon, ob diese vor oder nach dem Stichtag der Einführung des geplanten Regimes emittiert werden. Wir begrüßen den neuen Ansatz der PRA und sehen besonders die Kommunikation des Finanzministeriums als hilfreich an, um eine potenzielle Verunsicherung der Marktteilnehmer zu vermeiden.

Scope: ESG-Informationen sollten ins HTT integriert werden

Am 16. Juli veröffentlichten die Ratingexperten von Scope ihren quartalsweise erscheinenden [Covered Bond Report](#). Darin erörtern sie u.a. die Risiken eines Schocks hinsichtlich der Zinsanpassung von Kreditnehmern, die in der Niedrigzinsphase ihre Immobilienfinanzierungen abgeschlossen haben und sich nach Ablauf der Zinsbindungsfrist einem anderen Zinsumfeld gegenübersehen. Vor diesem Hintergrund drängt das European Systemic Risk Board (ESRB) zur Erhöhung der Finanzstabilität auf eine weitere Harmonisierung der borrower-based macroprudential measures (BBM). Diese haben sich laut Mathias Pleissner (Deputy Head of Covered Bonds bei Scope) als effektiv erwiesen, um systemische Risiken in einem überheizten Immobilienmarkt einzudämmen. Deutschland, Spanien und Italien sind die einzigen drei Staaten im Euroraum, welche die BBM nicht verwenden und stattdessen auf interne Bankpraktiken sowie aufsichtsrechtliche Vorgaben zurückgreifen. Das ESRB befürchtet, dass diese Märkte anfälliger sein könnten für kreditgetriebene Immobilienbooms und starke Korrekturen, was die Notwendigkeit eines konsistenten regulatorischen Rahmens in der gesamten EU unterstreicht. Während in Südeuropa stark ansteigende Immobilienpreise zu beobachten seien, haben sich die Märkte in Nord- und Zentraleuropa, nach deutlichen Preisrückgängen, wieder stabilisiert. Die europäischen Immobilienmärkte weisen nach Aussage von Scope nach der starken Korrektur infolge des gestiegenen Zinsniveaus eine deutliche regionale Divergenz auf. Darüber hinaus sprechen sich die Ratingexperten dafür aus, dass ESG-Informationen in Übereinstimmung mit Artikel 14 der Covered Bond-Richtlinie in den Reportingstandards des Harmonised Transparency Template (HTT) aufgenommen werden, anstatt sie, wie von den Emittenten befürwortet, in das Pillar 3-Reporting aufzunehmen. Karlo Fuchs (Head of Covered Bonds bei Scope) stellt in diesem Kontext fest, dass auch Investoren diese Lösung bevorzugen würden, da das HTT in regelmäßigeren Abständen vergleichbare Informationen zur Verfügung stellen würde. Mit Blick auf das Emissionsvolumen am Covered Bond-Markt sprechen die Ratingexperten von einem „Blockbuster“ Juni mit Emissionen in Höhe von EUR 20,4 Mrd. im EUR-Benchmarksegment. Für das Kalenderjahr prognostiziert die Ratingagentur Emissionen im Volumen von EUR 155 Mrd.

Scope: Erträge europäischer Banken trotz Abwärtsrisiken resilient

Im [Mid-Year European Banking Outlook](#) der Ratingagentur Scope gehen die Experten von resilienten Erträgen für die europäischen Finanzinstitute aus, wenngleich die Nettozinsspanne zurückgeht. Ein Anstieg des Kreditvolumens aufgrund gesunkener Finanzierungskosten schwächt die Auswirkungen schrumpfender Margen im Hypothekensektor etwas ab und gibt den Banken einen gewissen Rückenwind. Zusätzlich erwartet Scope lebhafte Aktivitäten im M&A-Markt, was den Instituten weitere Möglichkeiten der Wertschöpfung durch Kostensynergien im Vertrieb und bei den zentralen Funktionen bietet. Die Assetqualität bewerten die Ratingexperten als solide, auch im Hinblick auf die aggregierten NPL-Ratios (unter 3%) in den wesentlichen EU-Staaten. Allerdings werden Unsicherheiten hinsichtlich der US-Zollpolitik voraussichtlich einen leicht negativen Einfluss haben. Große Wellen an Zahlungsausfällen werden aber aufgrund der niedrigeren Belastung durch gesunkene Zinssätze ausgeschlossen. Die Effizienzkennzahlen der Banken präsentieren sich in Form gesteigerter Cost-Income-Ratios zwar leicht verschlechtert, allerdings notierten diese Kennzahlen vorher auf einem historisch niedrigen Niveau. Der Druck auf die Kosten, welche in 2026 voraussichtlich um 1% steigen werden, könne laut Scope teilweise durch Stellenabbau und Digitalisierungsmaßnahmen ausgeglichen werden. Die Banken halten ausreichend Kapital, obgleich die Puffer im I. Quartal 2025 auf ein Vierjahrestief gesunken sind, was hauptsächlich auf steigende Ausschüttungen an Aktionäre und die Auswirkungen der Finalisierung von Basel III zurückzuführen ist.

S&P: Auswirkungen der Covered Bonds Ratingmethodologieanpassung stark begrenzt

Ende Juli veröffentlichten die Ratingexperten von S&P ein Update ihres Covered Bond-Ratingansatzes. Die Grundstruktur der Methodologie bleibt dabei weiterhin erhalten, es kommt aber zu einigen relevanten Detailanpassungen, über die wir nachfolgend auszugsweise berichten. So wird der maximale Uplift (drei Notches), der im Rahmen der Jurisdictional Support Analysis ermittelt wird, grundsätzlich vom Foreign Currency Rating (FCR) des Landes, in dem der Emittent ansässig ist, begrenzt. Diese Limitierung auf das FCR kann aber neuerdings um einen Notch überschritten werden, wenn der Emittent aus einem Land stammt, das Mitglied in einer Währungsunion ist. Darüber hinaus berücksichtigt S&P bei der Bewertung eines Covered Bonds auf alleiniger Basis des Jurisdictional Supports lediglich die auf gesetzlicher Basis vorgegebene Mindestübersicherungsquote und bezieht nicht die freiwillige Übersicherung in ihre Betrachtung ein. In Ausnahmefällen, insbesondere wenn S&P spezifische Risikofaktoren im Cover Pool des Emittenten identifiziert, kann auch die freiwillige Übersicherung berücksichtigt werden. Zudem nehmen die Ratingexperten Anpassungen am Counterparty Risk Assessment sowie an den für die Modellierung der Refinanzierungskosten verwendeten Asset Spread Levels vor. Die Anpassung des Ratingansatzes führt laut Aussage von S&P nur bei einem Covered Bond-Programm zu einem Uplift um einen Notch. Unter den 100 von S&P bewerteten Covered Bond-Programmen sind hingegen keine Ratingverschlechterungen zu erwarten. Vielmehr soll aber die für das Covered Bond-Rating geforderte Übersicherungsquote für 70 Programme im Durchschnitt um 5% sinken und sich in Zukunft auf einem stabileren Niveau einpendeln. Damit scheinen die Auswirkungen auf das Rating der von uns im Fokus stehenden Covered Bonds im EUR-Benchmarksegment stark begrenzt zu sein und keine negativen Effekte auf die Ratingeinstufung zu haben. Eine ausführlichere Darstellung des S&P-Ratingansatzes werden wir in den kommenden Wochen in einem Fokusartikel unserer Wochenpublikation highlighten.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Lukas-Finn Frese // Tobias Cordes, CIAA

Zinspause: Nur ein Durchatmen oder geht der EZB die Luft aus?

Auf ihrer nunmehr fünften Zusammenkunft in diesem Jahr waren sich die europäischen Währungshüter einig, dass die geldpolitische „Fiesta“ (vorerst) vorbei ist. Folglich nahm der [EZB-Rat am 24. Juli](#) nach zuvor sieben aufeinanderfolgenden Senkungen keinerlei Anpassungen an den drei relevanten Leitzinssätzen vor. Die beschlossene „Siesta“ dürfte den Notenbankern nun wiederum genügend Zeit geben, um die Entwicklungen von Inflation und Konjunktur im gemeinsamen Währungsraum sowie die geopolitischen Treiber zu analysieren und einzuordnen. Die EZB erkaufte sich damit Zeit – und die Marktteilnehmer verabschiedeten sich im Nachgang von dem Gedanken einer wahrscheinlichen Zinssenkung im September. Obwohl das begleitende Statement ungewohnt wortkarg daherkam, nahmen die Notenbanker punktuelle Feinschliffe in ihrer Rhetorik vor. So attestierte die EZB nunmehr, dass die Inflation zurzeit beim mittelfristigen Zielwert liege und nicht mehr nur „in der Nähe“. Deutete die vorherrschende Marktmeinung unmittelbar vor der Sitzung noch auf eine Senkung im September hin, ist ein solcher Schritt am aktuellen Rand nicht mehr „garantiert“. Vielmehr scheint der Dezember ein gleichermaßen geeigneter Kandidat für einen dann finalen „Cut“ zu sein. Ein Szenario, welches sogar zwei Senkungen bis Jahresende beinhaltet, ist indes vollständig vom Tisch. Die EZB dürfte auf der vergangenen Sitzung vor allem darauf bedacht gewesen sein, ihre geldpolitische Flexibilität zu bewahren und genügend trockenes Pulver mit in die Sommerpause zu nehmen, um entsprechend auf die Lage im September zu reagieren. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung im September zurückgegangen ist, gehen wir nach wie vor davon aus, dass die EZB-Zinssenkungsarie spätestens zum Jahresende mit einem finalen Cut ihr Ende finden wird.

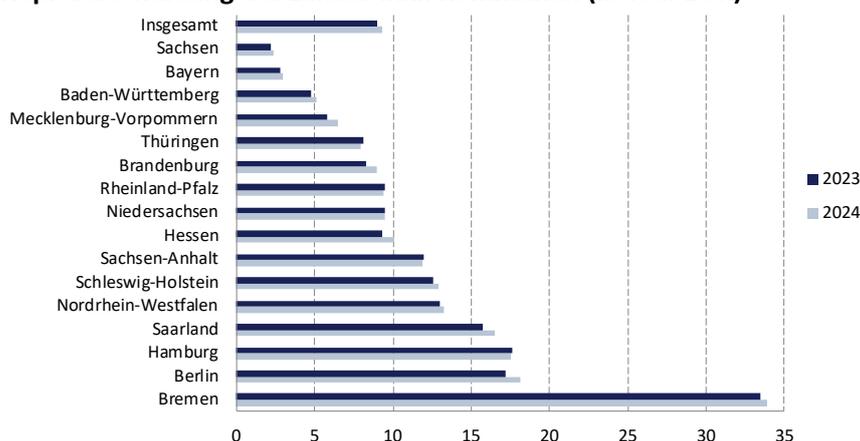
EU-Kommission legt Vorschlag für EUR 2.000 Mrd. schweren MFR vor

Mitte Juli hat die EU-Kommission ihren Vorschlag für den nächsten mehrjährigen Finanzrahmen (MFR) vorgelegt. Das Budget ist für die Jahre 2028 bis einschließlich 2034 veranschlagt und bemisst sich auf beachtliche EUR 2.000 Mrd. Um die erforderlichen Mittel zu beschaffen, schlägt die Kommission eine Modernisierung der Einnahmequellen vor. So sollen u.a. pro Jahr EUR 9,6 Mrd. aus dem Emissionshandelssystem der EU in den Haushalt fließen. Des Weiteren ist vorgesehen, dass europäische Unternehmen mit einem jährlichen Mindesnettoumsatz i.H.v. EUR 100 Mio. einen Pauschalbetrag entrichten sollen. Von dieser Maßnahme verspricht sich die Kommission Einnahmen i.H.v. EUR 6,8 Mrd. pro Jahr. Ein weiterer Eckpfeiler des Budgets ist die Einrichtung eines EUR 400 Mrd. schweren Krisenfonds, durch welchen in akuten Stresssituationen Darlehen an die Mitgliedsstaaten ausgeschüttet werden sollen. Die Finanzierung dieses Instruments soll über eine gemeinsame Schuldenaufnahme gesichert werden. Dieser Schritt dürfte jedoch auf erheblichen Widerstand – vor allem aus Nordeuropa – treffen. So haben u.a. Deutschland, die Niederlande und Schweden bereits entsprechende Kritik an den Plänen der Kommission geäußert. Der Beschluss über den künftigen MFR und das Einnahmensystem wird nun von den Mitgliedsstaaten im Rat erörtert. Die MFR-Verordnung muss – nach Zustimmung des EU-Parlaments – einstimmig angenommen werden. Für einige Elemente der Einnahmenseite (insbesondere die neuen Eigenmittel) sind Einstimmigkeit im Rat und die Billigung durch die Mitgliedsstaaten gemäß verfassungsrechtlicher Vorschriften erforderlich.

Bundeskabinett beschließt Regierungsentwurf für den Bundeshaushalt 2026

In der vergangenen Woche hat das Kabinett den von Finanzminister Lars Klingbeil vorgelegten Entwurf für den Bundeshaushalt 2026 sowie die Finanzplanung bis 2029 beschlossen, welche jeweils zu einem beträchtlichen Teil durch die Aufnahme neuer Schulden finanziert werden sollen. Der Regierungsentwurf für den Haushalt 2026 sieht dabei Ausgaben i.H.v. insgesamt EUR 520,5 Mrd. vor, wobei die Neuverschuldung ohne Berücksichtigung der Sondervermögen im kommenden Jahr auf rund EUR 89,9 Mrd. ansteigen soll. Inklusive des Sondervermögens beläuft sich die geplante Neuverschuldung im Jahr 2026 auf rund EUR 174,3 Mrd. und steigt damit voraussichtlich um EUR +31,0 Mrd. im Vergleich zu 2025. Die prognostizierten Steuereinnahmen sollen 2026 indes bei EUR 383,3 Mrd. liegen (2024: EUR 386,8 Mrd.). Während sowohl die Ausgaben (EUR 507,5 Mrd.) als auch die Nettokreditaufnahme (EUR 88,1 Mrd.) im Jahr 2027 unterhalb des Niveaus von 2026 liegen sollen, sieht die Finanzplanung mit Auslaufen des Sondervermögens Bundeswehr ab 2028 deutliche höhere Ausgaben verbunden mit einer höheren Nettokreditaufnahme vor: Demnach sollen die Ausgaben bis 2029 auf bis zu EUR 572,1 Mrd. ansteigen, wovon EUR 126,9 Mrd. durch die Aufnahme neuer Schulden finanziert werden sollen. Dies dürfte perspektivisch auch die Pro-Kopf-Verschuldung in Deutschland weiter steigen lassen. In diesem Kontext hatte das [Statistische Bundesamt](#) kürzlich Zahlen für 2024 präsentiert, wonach die Verschuldung des öffentlichen Gesamthaushalts (Bund, Länder, Gemeinden und Gemeindeverbände sowie Sozialversicherung einschließlich aller Extrahaushalte) gegenüber dem Vorjahr um EUR +63,4 Mrd. (+2,6% Y/Y) auf EUR 2.510,5 Mrd. anwuchs, was einer Pro-Kopf-Verschuldung von EUR 30.062 entspricht (2023: EUR 29.393). Dabei stiegen sowohl die Verschuldung des Bundes als auch die der Länder gegenüber 2023 jeweils um +2,1% Y/Y auf EUR 1.731,7 Mrd. bzw. EUR 607,3 Mrd. Auf die Bevölkerungszahl umgerechnet betragen die Schulden des Bundes damit EUR 20.748 pro Kopf (2023: EUR 20.391) und die der Länder (ohne Kommunen) durchschnittlich EUR 7.273 (2023: EUR 7.145). Dabei war die Pro-Kopf-Verschuldung bei den Stadtstaaten Bremen (EUR 33.934), Berlin (EUR 18.173) und Hamburg (EUR 17.571) am höchsten, wobei zu beachten ist, dass diese im Gegensatz zu den Flächenländern auch kommunale Aufgaben wahrnehmen. Unter den Flächenländern hatte das Saarland mit EUR 13.697 (2023: EUR 12.934) pro Kopf erneut die höchste Verschuldung (ohne Kommunen). Am niedrigsten war diese in Bayern (2024: EUR 1.353; 2023: EUR 1.321). Der Schuldenstand der Gemeinden und Gemeindeverbände nahm im Vergleich zu 2023 um +10,3% Y/Y auf 170,5 Mrd. (Pro-Kopf-Verschuldung: EUR 2.206) zu.

Pro-Kopf-Verschuldung der Länder inkl. Kommunen (in Tsd. EUR)



Quelle: Statistisches Bundesamt, NORD/LB Floor Research

LfA Förderbank legt Halbjahresbilanz vor – gestiegene Nachfrage nach Förderkrediten

Die LfA Förderbank Bayern (Ticker: BAYLAN) hat am 24. Juli ihre Förderbilanz für H1/2025 vorgestellt und in diesem Zuge von einer erfreulichen Entwicklung der Förderzahlen berichtet. Wie der Pressemitteilung zu entnehmen ist, hat die LfA die Wirtschaft des Freistaates im ersten Halbjahr mit Darlehen im Umfang von EUR 990 Mio. gefördert, was einem Anstieg um etwa +40% gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum entsprach. Davon seien mehr als EUR 910 Mio. im Zuge von Programmkrediten zugesagt worden. Damit konnte nicht nur das Volumen im Vergleich zu H1/2024 um +60% gesteigert werden, sondern auch die zwei vergangenen Quartale des Vorjahres, in denen die Fördernachfrage besonders hoch war, übertroffen werden. Besonders gefragt waren Förderkredite für Gründung, Wachstum und Innovation – hier insbesondere der Gründungs- und Wachstumskredit. Während das Fördervolumen in der Gründungsvariante gegenüber H1/2024 um etwa +66% Y/Y auf mehr als EUR 260 Mio. zulegte, stieg jenes der Wachstumsvariante um rund +25% Y/Y auf über EUR 190 Mio. Beim „Innovationskredit 4.0“, welcher inzwischen durch den neuen Innovationskredit und den Digitalisierungskredit abgelöst wurde, war demgegenüber ein noch stärkerer Nachfragezuwachs zu verzeichnen. In diesem Segment vervierfachte sich das Fördervolumen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum und lag im ersten Halbjahr bei über EUR 265 Mio. Um gezielt Investitionen in Wachstum und Innovation zu fördern bzw. die digitale Transformation weiter voranzutreiben, hatte die bayerische Staatsregierung im vergangenen Jahr beschlossen, das Kredit- und Risikokapitalfinanzierungsangebots der LfA auszubauen. In diesem Zuge wurde u.a. auch die maximale Höhe der Darlehensvergabe in fast allen Kreditprogrammen angepasst sowie einzelne Darlehensprogramme für den größeren Mittelstand geöffnet. Dr. Bernhard Schwab, Vorstandsvorsitzender der LfA, blickte angesichts des Geschäftsverlaufs im ersten Halbjahr entsprechend zufrieden auf die Anpassungen und sagte: „Die LfA trägt mit ihrem flexiblen Förderangebot maßgeblich zu Modernisierungs- und Wachstumsinvestitionen der bayerischen Wirtschaft bei. Die gestiegene Nachfrage nach unserer deutlich erweiterten Förderung in der ersten Jahreshälfte zeigt, dass wir mit unseren neuen Förderangeboten richtig liegen.“

SEK präsentiert Halbjahresbericht – starkes Wachstum im Kreditneugeschäft

Am 18. Juli hat der schwedische Exportfinanzierer Svensk Exportkredit (Ticker: SEK) seinen Halbjahresbericht veröffentlicht. Wie aus der Pressemitteilung hervorgeht, konnten im Berichtszeitraum von Januar bis Juni 2025 neue Kredite im Umfang von SEK 57,0 Mrd. (EUR-Äquivalent: EUR 5,1 Mrd.) vergeben werden, wovon allein SEK 45,0 Mrd. auf das II. Quartal entfielen. Das Kreditneugeschäft lag damit über dem Niveau des Vorjahresvergleichszeitraums (H1/2024: SEK 52,1 Mrd.). Als wesentlicher Teil des Geschäftsmodells unterstützt die SEK ihre Kunden weiterhin beim Übergang zu mehr Klimaschutz und Nachhaltigkeit. Die ESG-konforme Kreditvergabe wuchs im ersten Halbjahr um +3,3% auf SEK 55,2 Mrd., verglichen mit SEK 53,4 Mrd. zum Bilanzstichtag 2024. Gegenüber Q1/2025 legte diese um +1,6% Y/Y zu. Obwohl das Volumen des Kreditportfolios aufgrund der Aufwertung der schwedischen Währung gegenüber dem US-Dollar sowie planmäßiger Rückzahlungen im Vergleich zum Jahresultimo 2024 auf SEK 272,2 Mrd. (-4,4% Y/Y) sank und sich auch das Nettozinsergebnis mit SEK 1.372 Mrd. infolge des geringeren Zinsniveaus gegenüber H1/2024 (SEK 1.536 Mrd.) rückläufig entwickelte, konnte der Exportfinanzierer seine Profitabilität im Betrachtungszeitraum dank eines höheren operativen Ergebnisses dennoch steigern. Der Nettogewinn stieg gegenüber H1/2024 um SEK +107 Mio. auf SEK 737 Mio. Refinanzierungsseitig waren die Schweden in H1/2025 u.a. mit Benchmarkemissionen in EUR (10y) und USD (3y) am Primärmarkt aktiv und haben auf diesem Wege Kapital i.H.v. umgerechnet EUR 2,5 Mrd. (H1/2024: EUR 6,0 Mrd.) eingesammelt.

Primärmarkt

Sommerpausenintermezzo: Wir beginnen unseren Blick in den Rückspiegel mit einem EUR 750 Mio. schweren Floater des Landes Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR), welcher bei einer unorthodoxen Laufzeit von 3,5 Jahren guidancegemäß zu +10bp gegenüber dem Sechs-Monats-Euribor emittiert wurde. Angaben zum Orderbuch wurden indes keine gemacht. Es folgte das Land Brandenburg (Ticker: BRABUR) mit seiner zweiten EUR-Benchmark in 2025 und einem Volumen i.H.v. EUR 500 Mio. (6y), welche die Potsdamer zu ms +22bp einsammeln konnten. Das Orderbuch i.H.v. EUR 3 Mrd. bot einiges an Gestaltungsspielraum, sodass der Reoffer-Spread gegenüber der Guidance um zwei Basispunkte eingengt werden konnte. Jenseits des Atlantiks ging in Gestalt von PSP Capital (Ticker: PSPCAP) das Emissionsvehikel des Public Sector Pension Investment Boards – einem kanadischen Pensionsfonds – auf die Investoren zu und emittierte EUR 1,25 Mrd. (7y) zu final ms +51bp. Die Bid-to-cover-Ratio für die Transaktion lag bei 4,9x (Guidance: ms +54bp area). Für Supply im ESG-Segment sorgte die International Bank for Reconstruction and Development (Ticker: IBRD): Die zur Weltbank-Gruppe gehörende MDB brachte einen EUR 3 Mrd. schweren [Sustainability Bond](#) (10y) auf die Waage. Das finale Pricing erfolgte schließlich zu ms +38bp (Orderbuch: EUR 11 Mrd.; Guidance: ms +40bp area). Darüber hinaus haben wir drei Deals im Subbenchmarksegment auf dem Notizzettel: Den Anfang machte die NRW.BANK (Ticker: NRWBK), welche mit ihrer ersten [Blockchain-basierten Anleihe](#) (2y) an den Start ging und EUR 100 Mio. zu ms +15bp einsammelte. Aus Italien zapfte Invitalia (Ticker: INVITA) – die nationale Agency für ausländische Investitionen und Wirtschaftsentwicklung – den Markt über einen [Social Bond](#) (5y) i.H.v. EUR 350 Mio. an. Das Pricing erfolgte zu BTPS +48bp (entsprach circa ms +92bp). Das Orderbuch belief sich indes auf EUR 1,45 Mrd. Jenseits der Adria kam zudem ein neues Gesicht auf die Schirme: In Form der Föderation Bosnien und Herzegowina (Ticker: FEDBH) war eine der beiden Entitäten des Bundesstaates Bosnien und Herzegowina erstmalig im EUR-Segment aktiv. Nach unserer Einschätzung handelt es sich bei dieser Gebietskörperschaft um eine subnationale Einheit, welche folglich für unsere SSA-Coverage von Relevanz ist. Die Bosnier versorgten sich dabei mit EUR 350 Mio. (5y). Geprintet wurde schließlich zu einem bemerkenswerten Spread von ms +222bp. Das finale Orderbuch betrug EUR 1,7 Mrd., sodass der Deal fast fünffach überzeichnet war. Im Rahmen ihrer ersten Anleiheauktion in H2/2025 (vgl. [Fundingplan](#)) machte die Europäische Union (Ticker: EU) ebenfalls Nägel mit Köpfen. Dabei wurden die EU 2,625% 04/07/2028 sowie die EU 3,25% 04/07/2034 jeweils um circa EUR 1,8 Mrd. aufgestockt und die EU 3,375% 05/10/2054 um EUR 1,6 Mrd. im Volumen vergrößert. Die Bid-to-cover-Ratios betrugten 1,6x, 1,4x sowie 1,7x. Vor dem Hintergrund des anhaltenden Sommerlochs ist die Primärmarkt-Pipeline derzeit ausgetrocknet. Insofern können wir heute von keinen spannenden Mandatierungen berichten. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich ab der kommenden Woche die ersten Emittenten den Markt wieder genauer anschauen dürften.

| Issuer | Country | Timing | ISIN | Maturity | Size | Spread | Rating | ESG |
|--------|---------|--------|--------------|----------|--------|-----------|-----------------|-----|
| BRABUR | DE | 17.07. | DE000A351UQ1 | 6.0y | 0.50bn | ms +22bp | - / Aaa / - | - |
| IBRD | SNAT | 16.07. | XS3129375732 | 10.0y | 3.00bn | ms +38bp | AAA / Aaa / AAA | X |
| PSPCAP | CA | 16.07. | XS3124429492 | 7.0y | 1.25bn | ms +51bp | AAA / Aaa / - | - |
| BADWUR | DE | 15.07. | DE000A3H2549 | 3.5y | 0.75bn | 6mE +10bp | - / Aaa / AA+ | - |

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

Covered Bonds

Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne

Rückzahlungsstrukturen für Covered Bonds

Fälligkeitsverschiebungen, also die Möglichkeit die Rückzahlung der im Rahmen einer Anleihe geschuldeten Beträge unter bestimmten Voraussetzungen über das Datum der ursprünglichen Fälligkeit hinauszuschieben, sind seit einigen Jahren Bestandteil einer Vielzahl von Covered Bond-Programmen. Die Umsetzung der Covered Bond-Richtlinie hat auch im Hinblick auf die zur Anwendung kommenden Rückzahlungsstrukturen ihren Einfluss am Covered Bond-Markt geltend gemacht. Die Richtlinie hat schließlich den nationalen Gesetzgebern im EWR ein Wahlrecht eingeräumt, Fälligkeitsverschiebungen im offiziellen Rahmenwerk für Covered Bonds zu verankern. Sofern im Kontext der Normensetzung die Möglichkeit zur Fälligkeitsverschiebung aufgenommen wurde, war damit zudem die Anforderung verbunden, objektive Auslöser für die Verschiebung der Fälligkeit im Gesetzesrahmen zu definieren. Da bei der Umsetzung des relevanten Richtlinienartikels in die nationalen Gesetzgebungen durch die jeweiligen Gesetzgeber kein einheitliches Vorgehen gewählt wurde, bleibt der europäische Covered Bond-Markt hier durchaus heterogen. Für Investoren, die in einer grundsätzlichen Betrachtung den spätmöglichsten Rückzahlungstermin ihres Investments im Auge haben, bringt die Umsetzung der Richtlinie nach unserem Dafürhalten den klaren Vorteil mit, dass die gesetzliche Verankerung von Auslösern der Fälligkeitsverschiebung ein höheres Maß an Objektivität verschafft, obwohl die nationalen Umsetzungen unterschiedlich ausfallen. Die Möglichkeit für Verschiebungen des Fälligkeitstermins in Verbindung mit konkreten Auslösern war bisher meist in den Programmdokumentationen der betroffenen Bonds bzw. Emissionsprogrammen verankert. Die Umsetzung der Richtlinienvorgaben begünstigt eine Fortsetzung der Entwicklung, nach der in der Vergangenheit üblicherweise auf Hard Bullet-Strukturen zurückgegriffen wurde und sich nunmehr Soft Bullet-Strukturen als die am häufigsten gewählte Form für EUR-Benchmarks etabliert haben. Darüber hinaus treten auch weiterhin vereinzelt Bonds mit einer so genannten Conditional Pass-Through-Struktur (CPT) am Markt auf.

Grundsätzliche Überlegungen zur Fälligkeitsverschiebung

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

Hard Bullet-Strukturen: Keine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung

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

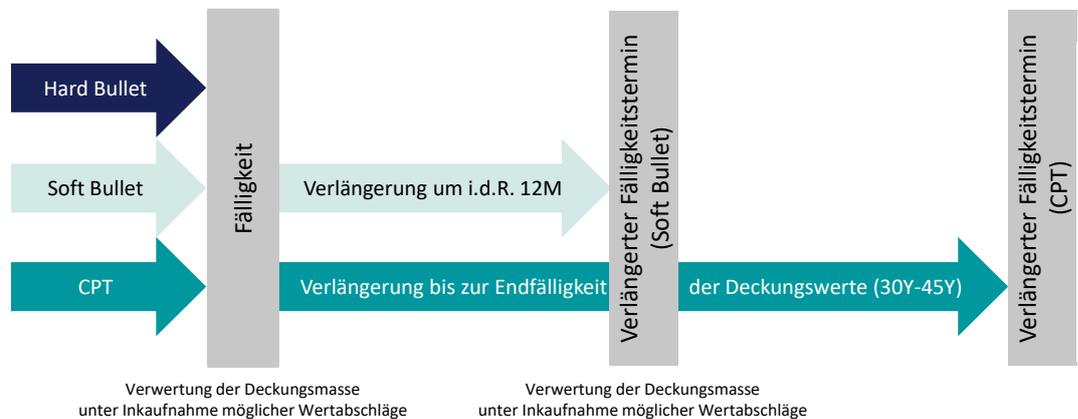
Soft Bullet-Strukturen: Laufzeitverlängerung durch Trigger Events

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

Conditional-Pass-Through-Strukturen: Ungewisse tatsächliche Endfälligkeit

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

Vergleich der unterschiedlichen Laufzeitstrukturen



Quelle: NORD/LB Floor Research

Sonderfall Polen: Soft Bullet mit Umstellungsoption auf CPT

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

Sonderfall Slowakei: Soft Bullet mit möglicher zweiter Laufzeitverlängerung

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

Überblick möglicher Auslöser für Fälligkeitsverschiebungen: Globaler Covered Bond-Markt

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

Quelle: Jeweilige Landesgesetzgebung, Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Soft Bullet- und CPT-Bonds bei Repo-Geschäften

Covered Bonds mit einer CPT-Struktur unterliegen aufgrund ihrer unter Umständen sehr langen Laufzeit besonderen Anforderungen. So weisen CPT-Bonds insbesondere im Rahmen von Repogeschäften mit der EZB eine Besonderheit auf: Anpassungen der Bewertungsabschlüsse sind für own-use Soft Bullet- oder CPT-Covered Bonds relevant. So wird im Zuge der Anrechnung nicht die ursprünglich vorgesehene, sondern die verlängerte Laufzeit zur Ermittlung des Abschlags herangezogen. Diesem Vorgehen folgend würde hier bei einer Soft Bullet-Struktur in der Regel die Laufzeit um ein Jahr zu verlängern sein, während sämtliche CPT-Strukturen aufgrund der theoretisch sehr langen Verlängerungsperiode im Rahmen der Haircut-Ermittlung in den Laufzeitenbereich von „>10 Jahre“ fallen.

iBoxx EUR Covered: Einfluss der EU-Harmonisierung auf Rückzahlungsstrukturen

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

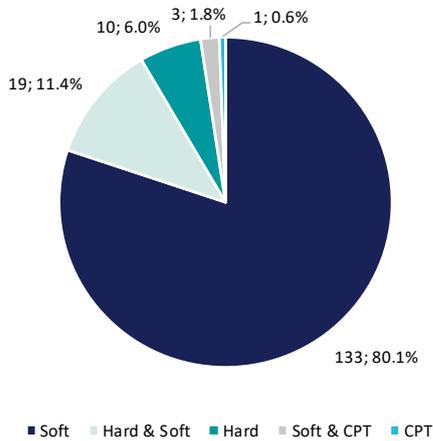
Zusammensetzung des iBoxx EUR Covered: Laufzeitstrukturen

Während sich zunächst die Verschiebungen mit Blick auf die Gewichtungen der Laufzeitstrukturen im iBoxx EUR Covered eher generisch vollzogen haben – als Beispiel ist der Schwenk einiger Emittenten in den Niederlanden von CPT auf Soft Bullet zu nennen – ist mit der Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Marktes ein signifikanter Treiber hinzugekommen. Am Beispiel des deutschen Pfandbriefmarkts ist dies eindeutig erkennbar. Aber auch in anderen Jurisdiktionen ist durch die Anpassungen der Gesetzgebungen mit vermehrten Soft Bullet-Emissionen zu rechnen. Darüber hinaus hat kein nationaler Gesetzgeber in Analogie zu den Anpassungen am Pfandbriefgesetz eine „Big Bang“-Lösung in der Form präferiert und hart auf verlängerbare Strukturen umgeschwenkt. Dies gilt derzeit insbesondere für diejenigen Länder, die über aktive Emittenten verfügen die sowohl Hard Bullets als auch verlängerbare Strukturen aufweisen. Nachfolgend beziehen wir uns auf die iBoxx-Zusammensetzung aus dem August 2025.

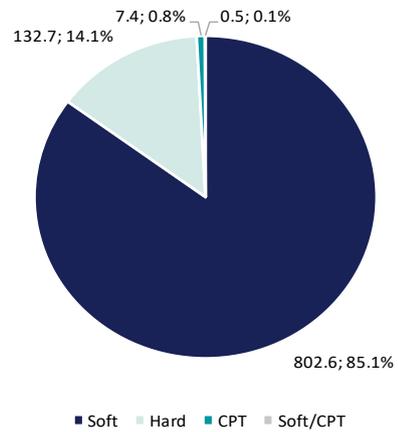
Reine Soft Bullet-Emittenten dominieren den iBoxx EUR Covered

Mit 133 von 166 Emittenten (80,1%) handelt es sich bei der Mehrzahl der im iBoxx EUR Covered gelisteten Emittenten (exkl. spanische Multi-Cedulas) um solche, die derzeit ausschließlich über ausstehende Benchmarks mit Soft Bullet-Struktur verfügen. Aktuell entfallen nur noch 6% (zehn Emittenten) auf Institute mit ausschließlich Hard Bullets. Mit Banca Monte dei Paschi di Siena ist nur noch ein Emittent ein reines CPT-Institut. Damit kann 86% der über ausstehende EUR-Benchmarks verfügenden Instituten ein eindeutiges Modell zugeordnet werden. Die verbleibenden 14% entfallen hingegen auf Emittenten, die über ausstehende Benchmarks mit zwei unterschiedlichen Laufzeitstrukturen verfügen. Dabei ist die Kombination von Hard und Soft Bullets mit 11,4% (19 Emittenten) der häufigste Fall. Über EUR-Benchmarks mit Soft Bullet- und CPT-Struktur verfügen aus den Niederlanden Knab (ehemals Aegon) und NIBC Bank. Durch die Umstellung ihres Covered Bond-Programmes auf Soft Bullets ist auch die australische Bank of Queensland seit Mai 2024 als Emittent von gedeckten Anleihen im EUR-Benchmarksegment aktiv. Die EUR-Benchmark der polnischen PKO Bank Hipoteczny, die durch eine hybride Laufzeitstruktur gekennzeichnet ist, zeigt den oben beschriebenen Sonderfall in Polen auf. Bei dieser Anleihe handelt es sich zunächst um einen Soft Bullet-Bond, dessen Endfälligkeit aufgrund der möglichen Umwandlung in eine CPT-Struktur im Vorfeld nicht eindeutig bestimmbar ist.

iBoxx EUR Covered: Emittenten nach Struktur



iBoxx EUR Covered: Volumen nach Struktur

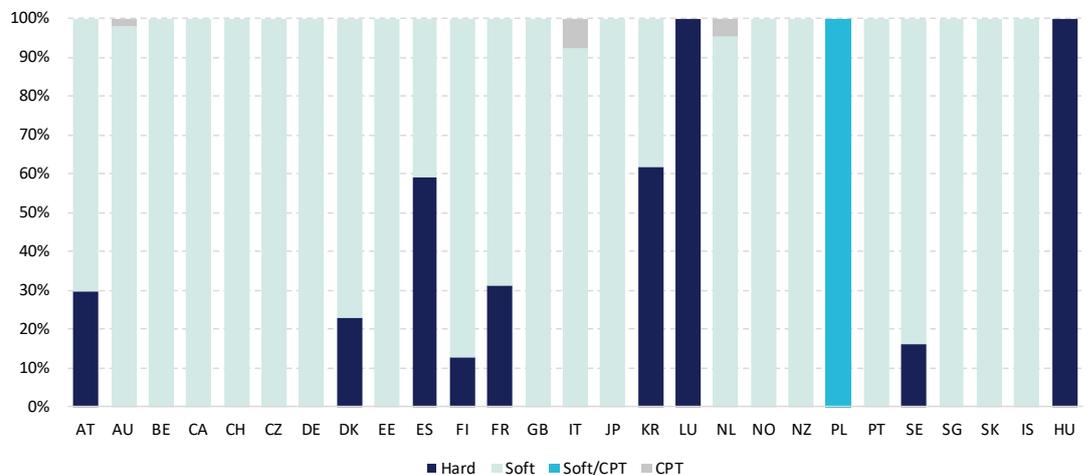


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Soft Bullet EUR-Benchmarks mit dem größten ausstehenden Volumen

Mit EUR 802,6 Mrd. (rund 85%) entfällt der mit Abstand größte Anteil des im iBoxx enthaltenen Volumens (exkl. spanische Multi-Cedulas) auf Soft Bullet Covered Bonds. EUR-Benchmarks mit einer CPT-Struktur stellen unverändert eine Nische innerhalb des Primärmarktes dar, da lediglich 0,8% (EUR 7,4 Mrd.) des iBoxx-Volumens auf Bonds mit dieser Struktur entfallen. Traditionelle Hard Bullets vereinen EUR 132,7 Mrd. bzw. rund 14% auf sich. Aus Frankreich stammen dabei Hard Bullet-Emissionen im Volumen von EUR 79,0 Mrd., während auf Spanien (EUR 23,2 Mrd.), Österreich (EUR 16,0 Mrd.), Südkorea (EUR 4,1 Mrd.) sowie Schweden (EUR 3,8 Mrd.) die nächstgrößeren Volumina entfallen. Erwähnenswert ist in diesem Kontext nach unserer Auffassung, dass Frankreich (August 2025: EUR 172,8 Mrd.; September 2024: EUR 159,6 Mrd.) aber auch Schweden (EUR 19,4 Mrd.; EUR 18,6 Mrd.) über dynamisch steigende Volumina an Soft Bullets verfügen.

Rückzahlungsstrukturen nach Jurisdiktionen (iBoxx EUR Covered)



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Zahlreiche Jurisdiktionen mit unterschiedlichen Rückzahlungsstrukturen

Mit Blick auf die Verbreitung der drei Rückzahlungsstrukturen auf Jurisdiktionsebene zeigt sich außerdem, dass mittlerweile nur noch Luxemburg und Ungarn EUR-Benchmarks ausschließlich mit Hard Bullet-Strukturen im iBoxx vertreten sind. Auf der anderen Seite existieren mit Belgien, Kanada, Tschechien, Deutschland, Estland, Großbritannien, Japan, Norwegen, Neuseeland, Singapur, der Slowakei sowie Island und der Schweiz zahlreiche Jurisdiktionen, aus denen wiederum ausschließlich Soft Bullet-Benchmarks enthalten sind. Aus Australien, Italien und den Niederlanden wurden zudem CPT-Bonds begeben. Für das Gros der aufgezählten Länder geben wir im Nachfolgenden eine tabellarische Übersicht über die einzelnen Emittenten und ihre verwendeten Laufzeitmodelle. Dabei ist zu berücksichtigen, dass unter Umständen in den jeweiligen Jurisdiktionen – und auch von den aufgelisteten Emittenten – Rückzahlungsstrukturen verwendet werden, welche sich von jenen der EUR-Benchmarks unterscheiden können bzw. aufgrund ihrer Restlaufzeit nicht mehr im iBoxx gelistet sind.

Rückzahlungsstrukturen Österreich

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

Rückzahlungsstrukturen Italien

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

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen in Österreich

In Österreich dominieren mittlerweile EUR-Benchmarks mit einer Soft Bullet-Struktur (EUR 37,6 Mrd.). Insgesamt verfügen nunmehr alle der insgesamt 13 österreichischen Emittenten über ausstehende EUR-Benchmarks mit einer Laufzeitverlängerungsoption. Das Volumen der Hard Bullets liegt noch bei EUR 16 Mrd.

Rückzahlungsstrukturen in Italien

Italien gehört zu den Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds mit CPT-Strukturen ausstehend sind (EUR 3,3 Mrd.), auch wenn Bonds mit einer solchen Struktur am italienischen Markt für öffentlich platzierte EUR-Benchmarks im Vergleich zu Soft Bullet-Bonds (EUR 38,5 Mrd.) eine eher untergeordnete Rolle spielen.

Rückzahlungsstrukturen in Dänemark

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

Rückzahlungsstrukturen Dänemark

| | Hard | Soft |
|----------------------|------|------|
| Danmarks Skibskredit | X | |
| Danske Bank | | X |
| Jyske Realkredit | | X |

Rückzahlungsstrukturen Finnland

| | Hard | Soft |
|------------------------------|------|------|
| Aktia Bank | | X |
| Danske Mortgage Bank | | X |
| Nordea Kiinnitysluottopankki | X | X |
| OP Mortgage Bank | | X |
| Oma Saastopankki | | X |
| SP-Kiinnitysluottopankki | | X |
| S-Pankki | | X |

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen in Finnland

Bei den derzeit am Markt ausstehenden EUR-Benchmarks finnischer Emittenten handelt es sich nur bei vier Emissionen der Nordea Mortgage Bank um Bonds, welche mit einer Hard Bullet-Struktur ausgestattet sind. Die sieben weiteren Emittenten verfügen hingegen ausschließlich über EUR-Benchmarks mit Soft Bullet-Struktur mit jeweils einer Möglichkeit zur Verlängerung der Laufzeit um zwölf Monate. Alle sieben finnischen Covered Bond-Emittenten im EUR-Benchmarksegment emittieren mittlerweile auf Basis einer Soft Bullet-Struktur haben.

Rückzahlungsstrukturen in Frankreich

In Frankreich existieren insgesamt 16 Emittenten, darunter 14 Emittenten, die ihre Bonds mit einer einheitlichen Laufzeitstruktur ausgestaltet haben, also ausschließlich Hard oder Soft Bullet-Bonds begeben. Dabei entfällt mit zwölf Instituten die Mehrzahl auf solche Emittenten, die über eine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung verfügen. Aktuell sind es nur noch zwei Institute, die sowohl mit Hard Bullets als auch mit Soft Bullets im Index vertreten sind.

Rückzahlungsstrukturen in Deutschland

Die Anpassung der rechtlichen Grundlage zur Emission von Pfandbriefen in Deutschland hat Laufzeitverlängerungen für sämtliche Pfandbriefe implementiert, die wir als Soft Bullets verstehen. Zudem verfügte die Deutsche Bank über einen Bond mit einer CPT-Struktur, welcher im November 2024 ausgelaufen ist. Deutschland zählt damit am aktuellen Rand zu den Jurisdiktionen, die nur mit einer weichen Laufzeitstruktur im Benchmarkindex vertreten sind.

Rückzahlungsstrukturen in Schweden

In Schweden greifen mittlerweile alle fünf Emittenten auf Covered Bonds mit einer Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung zurück. Während SCBC und Stadshypotek ausschließlich mit Soft Bullet-Bonds im iBoxx EUR Covered vertreten sind, verfügen nach der LF Hypothek, die im Mai 2022 ihre erste Soft Bullet-Emission platzierte, nunmehr auch SEB und Swedbank über ausstehende EUR-Benchmarks mit beiden Rückzahlungsstrukturen. Mit Blick auf das Volumen zeigt sich, dass Hard Bullet-Bonds (EUR 3,8 Mrd.) hier weiter hinter den schwedischen Soft Bullet-Bonds im Volumen von EUR 19,4 Mrd. im iBoxx zurückfallen.

Rückzahlungsstrukturen Frankreich

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

Rückzahlungsstrukturen Deutschland

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

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen Schweden

| | Hard | Soft |
|---|------|------|
| Lansforsakringar Hypotek | X | X |
| Skandinaviska Enskilda Banken | X | X |
| Stadshypotek | | X |
| Sveriges Sakerstallda Obligationer (SCBC) | | X |
| Swedbank Hypotek | X | X |

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen Portugal

| | Soft | CPT |
|-----------------------|------|-----|
| Banco BPI | X | |
| Banco Santander Totta | X | |
| Novo Banco | X | |

Rückzahlungsstrukturen in Portugal

Neben Australien, Deutschland, Italien und den Niederlanden zählte auch Portugal zu den Märkten, die über CPT-Strukturen verfügten. Die Covered Bonds von Caixa Economica Montepio Geral waren mit einer Laufzeitverlängerungsoption im CPT-Format ausgestattet, welche im konkreten Fall eine Laufzeitverlängerung von bis zu 45 Jahren vorsah. Die Emitentin ist im iBoxx EUR Covered allerdings nicht mehr vertreten. Portugal zählt damit am aktuellen Rand zu den Jurisdiktionen, die nur mit einer Laufzeitstruktur im Benchmarkindex vertreten sind.

Rückzahlungsstrukturen in den Niederlanden

Nach der Einführung der CPT-Rückzahlungsstruktur durch die NIBC Bank im Jahr 2013 folgten ihr mit der Achmea Bank, Van Lanschot, der Aegon Bank (mittlerweile Knab) sowie der NN Bank vier weitere Emittenten mit Bonds im CPT-Format. In den vergangenen Jahren präferierten auch die niederländischen Emittenten zunehmend Soft Bullet-Strukturen, viele Emittenten passten ihre Programme an oder wandelten die Fälligkeitsstruktur bestehender CPT-Bonds in Soft Bullets. So hielt die NN Bank im April 2022 ein Bondholder-Meeting ab, auf dem eine Wandlung der ausstehenden CPT-Bonds in Soft Bullet-Strukturen beschlossen wurde. Eine solche Abstimmung folgte auch von der Achmea Bank. Trotzdem verfügen die Niederlande weiterhin nicht nur über die meisten CPT-Emittenten, sondern auch über die meisten ausstehenden CPT-Benchmarks (sieben Deals). Das Volumen an Soft Bullets ist mit EUR 71,7 Mrd. um ein Vielfaches höher, als jenes der CPT-Bonds (EUR 3,5 Mrd.). Dadurch, dass mittlerweile alle vier Emittenten, die in der Vergangenheit CPT-Strukturen nutzten, nunmehr im Soft Bullet-Format emittieren, wird sich das Übergewicht der Soft Bullets gegenüber den CPT-Deals weiter ausbauen und das CPT-Format auf absehbare Zeit der Vergangenheit angehören. Die am weitesten in der Zukunft liegende Fälligkeit ist der September 2031.

Rückzahlungsstrukturen Niederlande

| | Soft | CPT |
|----------------------------------|------|-----|
| ABN AMRO Bank | X | |
| Achmea Bank | X | |
| Knab | X | X |
| Coöperatieve Rabobank | X | |
| ASN Bank (formerly de Volksbank) | X | |
| ING Bank | X | |
| Nationale-Niederlanden Bank | X | |
| NIBC Bank | X | X |
| Van Lanschot Kempen | X | |

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen Australien

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

Rückzahlungsstrukturen Australien

Bevor bereits vor einiger Zeit der Hard Bullet-Covered Bond der ANZ Banking Group zurückerstattet wurde, verfügte Australien zeitweise als einzige Jurisdiktion über alle drei Laufzeitstrukturen im Index. Derzeit hat mit der Bank of Queensland eine Emittentin Bonds im CPT-Format sowie Soft Bullet-Bonds ausstehend. Ihr Debüt im Soft Bullet-Format gab die Bank of Queensland im Mai 2024. Der letzte australische CPT-Deal wird im Juni 2027 fällig.

Rückzahlungsstrukturen in Spanien

Seit dem Soft Bullet-Debüt (Dual Tranche) der Banco Santander im September 2022 zählt auch Spanien zu jenen Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds über verschiedene Laufzeitstrukturen verfügen. Landesweit gibt es noch neun Covered Bond-Emittenten, die über ausstehende Hard Bullet-Bonds – insgesamt 20 Anleihen bzw. EUR 23,2 Mrd. – im Index verfügen, darunter auch die Banco Santander. Die Soft Bullet-Strukturen sind, ausgelöst durch die neue Gesetzgebung, eindeutig auf dem Vormarsch. Den 20 Hard Bullets im iBoxx EUR Covered stehen nunmehr 15 Soft Bullet-Covered Bonds (EUR 16,1 Mrd.) gegenüber.

Rückzahlungsstrukturen Spanien

| | Hard | Soft |
|---------------------------|------|------|
| Abanca Corp Bancaria | X | |
| BBVA | X | X |
| Banco de Sabadell | X | X |
| Banco Santander | X | X |
| Bankinter | X | X |
| CaixaBank | X | |
| Caja Rural de Navarra | X | X |
| Cajamar Caja Rural | | X |
| Deutsche Bank SA Espanola | | X |
| Eurocaja Rural | X | |
| Kutxabank | X | |
| Unicaja Banco | X | |

Rückzahlungsstrukturen Südkorea

| | Hard | Soft |
|----------------------------|------|------|
| Kookmin Bank | | X |
| Korea Housing Finance Corp | X | |
| KEB Hana Bank | | X |
| Shinhan Bank | | X |

Rückzahlungsstrukturen Ungarn

| | Hard | Soft |
|-------------------|------|------|
| OTP Mortgage Bank | X | |

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen in Südkorea

Seit dem EUR-Benchmarkdebüt der Kookmin Bank gehört Südkorea zu jenen Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds über verschiedene Laufzeitstrukturen verfügen. Während die acht EUR-Benchmarks von KHFC keine Möglichkeit der Laufzeitverlängerung beinhalten und damit Hard Bullets sind, begab die Kookmin Bank ihr EUR-Benchmarkdebüt im Soft Bullet-Format und hat nunmehr drei Bonds ausstehend. Dem Markteintritt der KEB Hana Bank (Soft Bullet) folgte zudem ein weiterer koreanischer Emittent als Debütant. Die Shinhan Bank emittiert ebenfalls Soft Bullets, sodass sich die Soft Bullets aus Südkorea im iBoxx nunmehr auf sechs Emissionen summieren.

Rückzahlungsstrukturen in Ungarn

Mit dem Comeback der OTP Mortgage Bank im Juni können wir auch die Jurisdiktion Ungarn zurück im EUR-Benchmarksegment begrüßen. Der letzte Covered Bond in diesem Format war bereits 2014 ausgelaufen (ebenfalls vom selben Emittenten). Die aktuelle Neuemission verwendet das Hard Bullet-Format, welches damit die einzig verwendete Laufzeitstruktur von Covered Bonds aus der Jurisdiktion ist. Es bleibt abzuwarten, ob zukünftige Emissionen ebenfalls diesem Muster folgen, oder sich Emittenten eher für eine Annäherung an die gängige Marktpraxis in der Form von Soft Bullets entscheiden.

Fazit und Ausblick

Der Blick in den iBoxx EUR Covered offenbart, dass Bonds mit Soft Bullet-Strukturen die vormals vorherrschende Form der Hard Bullet-Emissionen nunmehr eindeutig abgelöst haben. Dies liegt unter anderem daran, dass insbesondere in Frankreich und Österreich zahlreiche Emittenten einen Wechsel mit Blick auf die Ausgestaltung der Laufzeitstruktur ihrer Covered Bonds vollzogen haben. Hingegen ist in diesem Jahr mit der OTP Mortgage Bank ein ungarischer Emittent in EUR-Benchmarksegment zurückgekehrt, dessen Covered Bonds über eine Hard Bullet-Struktur verfügen. Am generellen Trend, dass Emittenten zunehmend auf Soft Bullets zurückgreifen, ändert das unserer Ansicht nach aber nichts. Die Umsetzung der europäischen Covered Bond-Richtlinie hat zudem den Wechsel von auf Programmbeschreibungen basierenden Rahmenbedingungen auf einen gesetzlichen Rahmen gefördert. Aus Perspektive der Aufsicht bleibt der Themenbereich der verlängerbaren Laufzeiten im Fokus. So sind sowohl Marktentwicklungen als auch Chancen und Risiken für Covered Bonds mit „Extendable Maturities“ Teil des Call for Advice, dessen Ergebnisse die EBA unlängst vorgelegt hat.

SSA/Public Issuers

Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIIA // Lukas-Finn Frese

Förderinstitute prägen den deutschen Agency-Markt

Der deutsche Agency-Markt ist der Größte seiner Art in Europa. Insgesamt befinden sich zum Stichtag 1.500 Anleihen im Gesamtvolumen von umgerechnet rund EUR 646 Mrd. im Umlauf. Die Emittenten innerhalb dieses Marktes lassen sich dabei grundsätzlich in drei Kategorien unterteilen: Nationale Förderbanken (z.B. KfW) und regionale Institute (z.B. NRW.BANK) sowie Abwicklungsanstalten (z.B. EAA). Während die Förderbanken traditionell von hoher Bedeutung für die wirtschaftspolitische Steuerung durch Bund bzw. Länder sind, existieren Abwicklungsanstalten erst seit einigen Jahren. Das Mandat der im Zuge der Finanzkrise gegründeten Institute ist seit ihrem Bestehen der systematische Abbau von Aktiva, die im Rahmen der staatlichen Unterstützungsmaßnahmen ausgelagert wurden. Regionale Förderinstitute ergänzen diesen Markt, weisen bezüglich ihrer Primärmarktaktivitäten jedoch zum Teil große Unterschiede auf. Als größte der 17 regionalen Förderbanken zählt die NRW.BANK zu den wichtigsten Emittenten auf dem deutschen Agency-Markt.

Deutsche Agencies im Überblick

| Institut | Typ | Eigentümer | Garantie | Risikogewicht |
|--|--------------------|---|--|---------------|
| Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) | Förderbank | 80% Deutschland, 20% Bundesländer | Explizite Garantie & Anstaltslast | 0% |
| Landwirtschaftliche Rentenbank | Förderbank | - | Explizite Garantie & Anstaltslast | 0% |
| FMS Wertmanagement (FMS-WM) | Abwicklungsvehikel | 100% Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) | Explizite Garantie & Verlustausgleichspflicht | 0% |
| Erste Abwicklungsanstalt (EAA) | Abwicklungsvehikel | ~48,2% Land NRW, ~25,0% RSGV, ~25,0% SVWL, ~0,9% LVR, ~0,9% LWL | Verlustausgleichspflicht | 0% |
| NRW.BANK | Förderbank | 100% Land Nordrhein-Westfalen | Explizite Garantie, Anstaltslast & Gewährträgerhaftung | 0% |
| Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank (L-Bank) | Förderbank | 100% Land Baden-Württemberg | Explizite Garantie, Anstaltslast & Gewährträgerhaftung | 0% |
| Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen (WIBank) | Förderbank | 100% Helaba | Explizite Garantie & Gewährträgerhaftung | 0% |
| LfA Förderbank Bayern (LfA) | Förderbank | 100% Freistaat Bayern | Explizite Garantie, Anstaltslast & Gewährträgerhaftung | 0% |
| Investitionsbank Schleswig-Holstein (IB.SH) | Förderbank | 100% Land Schleswig-Holstein | Explizite Garantie, Anstaltslast & Gewährträgerhaftung | 0% |
| Bayerische Landesbodenkreditanstalt (BayernLabo) | Förderbank | 100% BayernLB Holding AG | Explizite Garantie & Gewährträgerhaftung | 0% |
| Investitionsbank Berlin (IBB) | Förderbank | 100% Land Berlin | Explizite Garantie & Anstaltslast | 0% |
| Investitionsbank des Landes Brandenburg (ILB) | Förderbank | 50% Land Brandenburg, 50% NRW.BANK | Explizite Garantie, Anstaltslast & Gewährträgerhaftung | 0% |
| Sächsische Aufbaubank (SAB) | Förderbank | 100% Freistaat Sachsen | Explizite Garantie, Anstaltslast & Gewährträgerhaftung | 0% |
| Investitions- und Strukturbank Rheinland-Pfalz (ISB) | Förderbank | 100% Land Rheinland-Pfalz | Explizite Garantie, Anstaltslast & Gewährträgerhaftung | 0% |
| Hamburgische Investitions- und Förderbank (IFBHH) | Förderbank | 100% Freie und Hansestadt Hamburg | Explizite Garantie, Anstaltslast & Gewährträgerhaftung | 0% |

Quelle: Emittenten, NORD/LB Floor Research

Anstaltslast

Die Anstaltslast ist eine Besonderheit des deutschen Agency-Marktes: Sie umfasst die rechtliche Verpflichtung des Anstaltsträgers, die wirtschaftliche Grundlage der Anstalt zu sichern. Ferner muss die Funktionsfähigkeit aufrechterhalten werden, wobei etwaige finanzielle Lücken durch Zuschüsse oder auf andere Weise auszugleichen sind. Konkret ist die Anstaltslast eine Verpflichtung des Trägers, die Anstalt mit den für ihre Funktionsfähigkeit notwendigen Mitteln auszustatten. De facto entspricht dies damit einer Liquiditätsgarantie, wofür die Anstalt jedoch keine Kosten zu tragen hat. Die rechtliche Bindung zwischen Anstalt und Träger wird durch die Anstaltslast im Innenverhältnis geregelt. Bei Liquiditätslücken kann damit ausschließlich die Anstalt einen Anspruch gegenüber dem Anstaltsträger geltend machen, ein Anspruch von Investoren gegenüber dem Träger besteht nicht. Die Anstaltslast ist zudem weder betragsmäßig noch zeitlich beschränkt und wird als allgemeiner Rechtsgrundsatz betrachtet. Für Investoren ist sie allerdings nur bedingt relevant: Sämtliche deutsche Agencies mit Anstaltslast weisen parallel dazu eine explizite Garantie auf.

Gewährträgerhaftung

Die Gewährträgerhaftung ist eine weitere Besonderheit des deutschen Agency-Marktes und beschreibt die Verpflichtung des Trägers, bei Zahlungsunfähigkeit der Anstalt einzutreten. Sie umfasst eine uneingeschränkte Haftung des Gewährträgers für die Verbindlichkeiten der Anstalt im Falle von Zahlungsunfähigkeit oder Liquidation. Gläubiger haben damit einen unmittelbaren Anspruch gegenüber dem Gewährträger, sofern das Vermögen der Anstalt nicht ausreicht, um die Forderungen zu bedienen. Hierbei müssen Liquidation und Haftungseintritt nicht zwangsläufig zeitlich eng miteinander verbunden sein. Die Gewährträgerhaftung ist weder betragsmäßig noch zeitlich beschränkt und ähnlich wie die Anstaltslast nicht mit Kosten verbunden. Anders als die Anstaltslast wird sie jedoch nicht als allgemeiner Rechtsgrundsatz angesehen. Vielmehr bedarf sie einer rechtlichen Grundlage wie z.B. eines Gesetzes oder einer Verordnung. Für Investoren ist sie ebenfalls nur bedingt relevant: Sämtliche Agencies mit Gewährträgerhaftung weisen auch eine explizite Garantie auf.

Explizite Garantie

Eine explizite Garantie wird in den Errichtungsgesetzen der jeweiligen Agencies ausdrücklich ausgewiesen und ist damit lediglich durch eine Gesetzesänderung widerrufbar. Sie bietet Investoren bei Zahlungsschwierigkeiten einer Agency einen direkten und unbedingten Anspruch gegenüber dem Garantiegeber und ist damit die stärkste Ausprägung staatlicher Unterstützung. Folglich bildet die explizite Garantie das ultimative Kriterium für eine Risikogewichtung von 0% nach [CRR](#) und Basel III.

Verlustausgleichspflicht

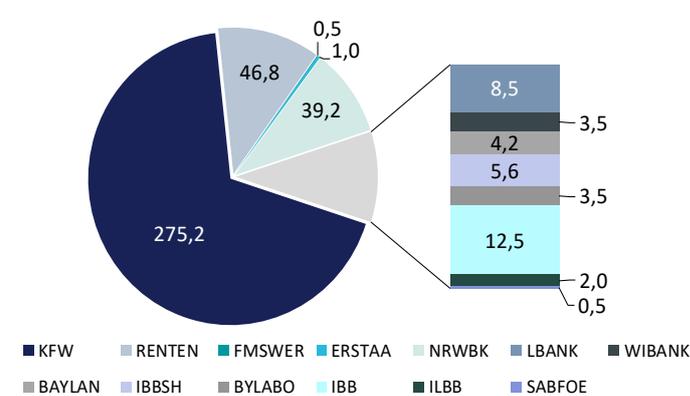
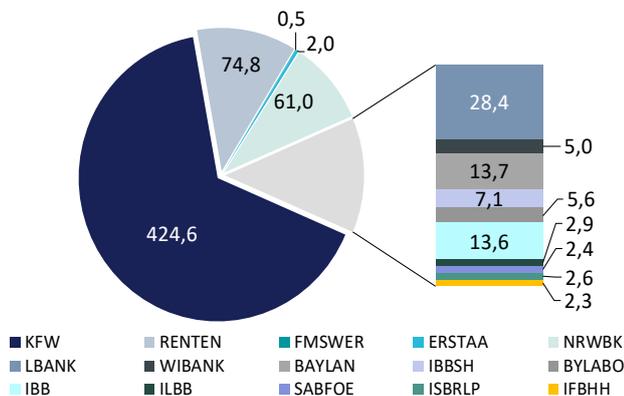
Mit der Gründung der Abwicklungsanstalten 2009/10 ergänzte eine neue Form der Haftung die bestehenden Garantieregelungen deutscher Agencies: Sie ist über §7 der Statuten der FMS Wertmanagement und Erste Abwicklungsanstalt geregelt und beinhaltet die Verpflichtung der Haftungsbeteiligten zum Ausgleich sämtlicher Verluste. Zudem sind die Haftungsbeteiligten verpflichtet, der Anstalt jederzeit die Beträge zur Verfügung zu stellen, die zur Begleichung ihrer Verbindlichkeiten notwendig sind (Liquiditätsgarantie). Letztlich entspricht die Verlustausgleichspflicht damit einer impliziten Garantie.

Starke Haftungsregelung bewirkt 0%-Risikogewicht und LCR-Fähigkeit als Level 1-Asset

Durch die starke Unterstützung der jeweiligen Anstalts- oder Haftungsträger, die allen Haftungsformen inhärent ist, sind Anleihen derartiger Institute gemäß CRR/Basel III mit einem Risikogewicht von 0% ansetzbar. Daraus folgt zudem eine Klassifizierung als Level 1-Asset im Rahmen der [LCR-Verordnung](#).

Ausstehende äquivalente Anleihevolumina (EUR Mrd.)

Ausstehende EUR-Benchmarks (EUR Mrd.)



Anm.: Benchmarks werden hier als Anleihen mit einem Mindestvolumen von EUR 0,5 Mrd. definiert.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Deutsche Agencies im Überblick (in EUR Mrd. bzw. EUR-Äquivalent)

| Name | Ticker | Rating (Fitch/Moody's/S&P) | Ausst. Volumen | Davon EUR-Volumen | Fundingziel 2025 | Fälligkeiten 2025 | Net Supply 2025 | Anzahl ESG-Anleihen | ESG-Volumen |
|--------------|--------|----------------------------|----------------|-------------------|------------------|-------------------|-----------------|---------------------|--------------|
| KfW | KfW | AAAu / Aaa / AAA | 424,6 | 289,7 | 67,5 | 74,9 | -7,4 | 47 | 73,4 |
| Rentenbank | RENTEN | AAA / Aaa / AAA | 74,8 | 48,0 | 10,0 | 10,8 | -0,8 | 11 | 6,6 |
| FMS-WM | FMSWER | - / Aaa / AAA | 0,5 | 0,5 | 3,0 | 0,6 | 2,4 | 0 | 0,0 |
| EAA | ERSTAA | AAA / Aa1 / AA | 2,0 | 1,1 | 1,0 | 0,1 | 0,9 | 0 | 0,0 |
| NRW.BANK | NRWBK | AAA / Aa1 / AA | 61,0 | 49,8 | 12,0 | 9,9 | 2,1 | 25 | 16,4 |
| L-Bank | LBANK | AAA / Aaa / AA+ | 28,4 | 12,9 | 7,0 | 4,7 | 2,3 | 0 | 0,0 |
| WIBank | WIBANK | - / - / AA+ | 5,0 | 5,0 | 1,5 | 0,0 | 1,5 | 0 | 0,0 |
| LfA | BAYLAN | - / Aaa / - | 13,7 | 13,7 | 3,3 | 2,6 | 0,7 | 0 | 0,0 |
| IB.SH | IBBSH | AAA / - / - | 7,1 | 7,1 | 1,9 | 1,2 | 0,7 | 0 | 0,0 |
| BayernLabo | BYLABO | - / Aaa / - | 5,6 | 5,6 | 1,5 | 0,8 | 0,7 | 5 | 2,0 |
| IBB | IBB | AAA / Aa1 / - | 13,6 | 13,6 | 2,8 | 1,9 | 0,9 | 3 | 1,5 |
| ILB | ILBB | AAA / - / - | 2,9 | 2,9 | 1,5 | 0,1 | 1,4 | 0 | 0,0 |
| SAB | SABFOE | - / - / AAA | 2,4 | 2,4 | 0,8 | 0,1 | 0,7 | 0 | 0,0 |
| ISB | ISBRLP | AAA / - / - | 2,6 | 2,6 | 0,7 | 0,1 | 0,6 | 0 | 0,0 |
| IFBHH | IFBHH | AAA / - / - | 2,3 | 2,3 | 0,6 | 0,5 | 0,1 | 1 | 0,3 |
| Summe | | | 646,3 | 457,1 | 115,1 | 108,3 | 6,8 | 92 | 100,2 |

Anm.: Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen vom 05. August 2025.

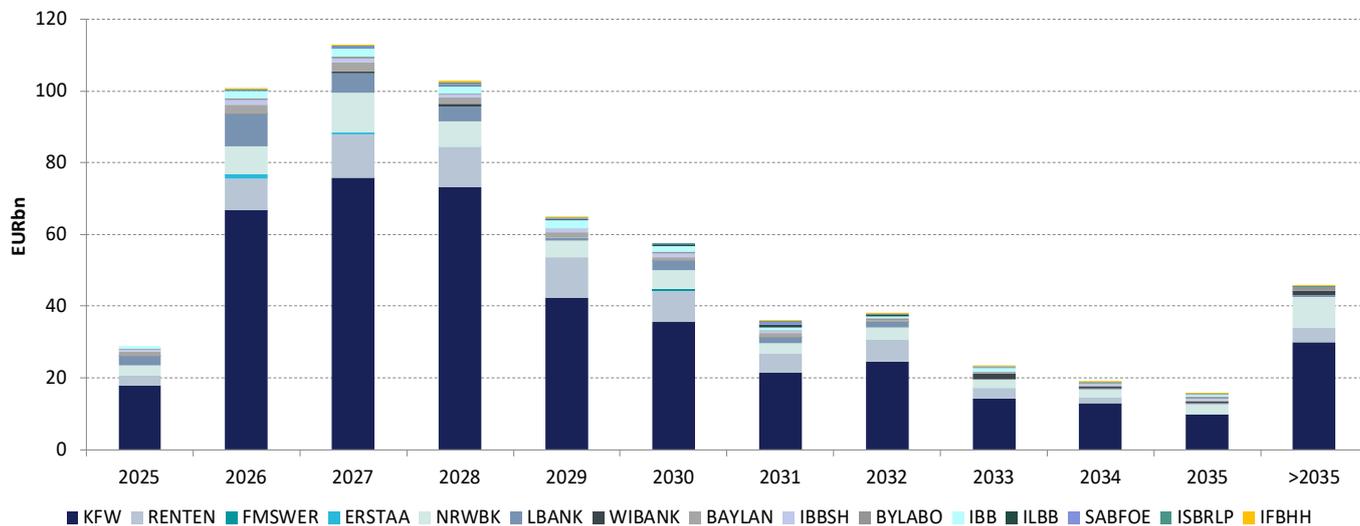
Aufgrund des individuellen Fundingmix des Emittenten können die Werte für das „Fundingziel“ und besonders des „Net Supply“ von der Realität abweichen.

Quelle: Bloomberg, Emittenten, NORD/LB Floor Research

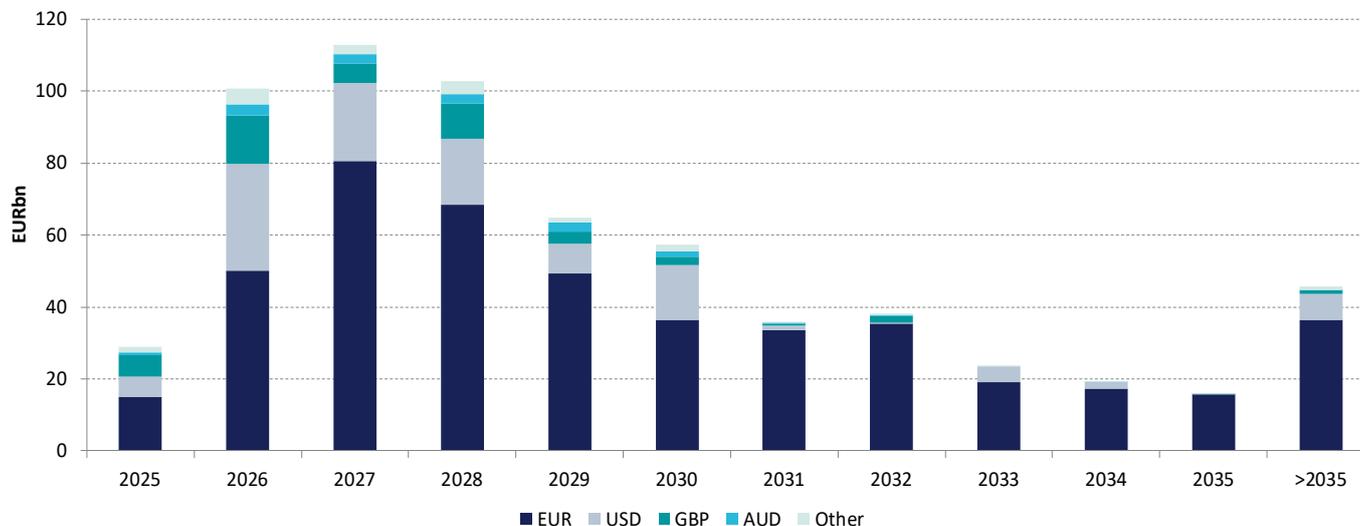
Kommentar

Der deutsche Agency-Markt weist insbesondere im Laufzeitbereich bis 2028 ein sehr breites Angebot auf. Speziell in EUR liegen hohe ausstehende Volumina von in Summe EUR 457,1 Mrd. verteilt auf 1.096 Bonds vor, die u.a. auf eine Vielzahl von Anleihen im Benchmarkformat entfallen. Immerhin EUR 189,2 Mrd. der ausstehenden Volumina sind zudem in 13 Fremdwährungen denominiert (404 Anleihen), wobei der USD hier klar das FX-Angebot prägt. Durch dieses sehr breite Angebot ist der deutsche Agency-Markt der größte seiner Art in Europa. Auch der Supply, welcher insbesondere durch die Emission von EUR-Benchmarks gekennzeichnet ist, weist dabei ein hohes Niveau auf.

Ausstehende Anleihen deutscher Agencies nach Emittenten



Ausstehende Anleihen deutscher Agencies nach Währungen



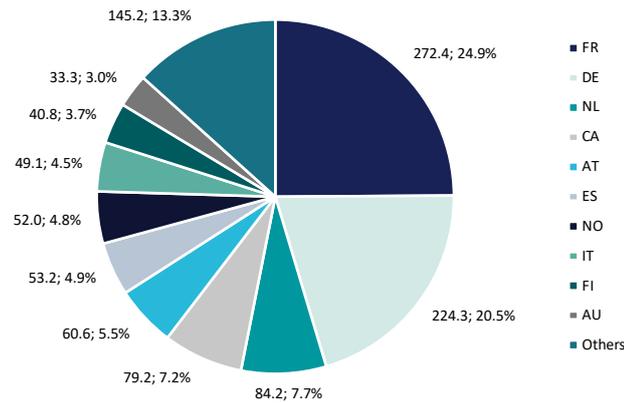
Anm.: Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen vom 05. August 2025.
 Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Fazit

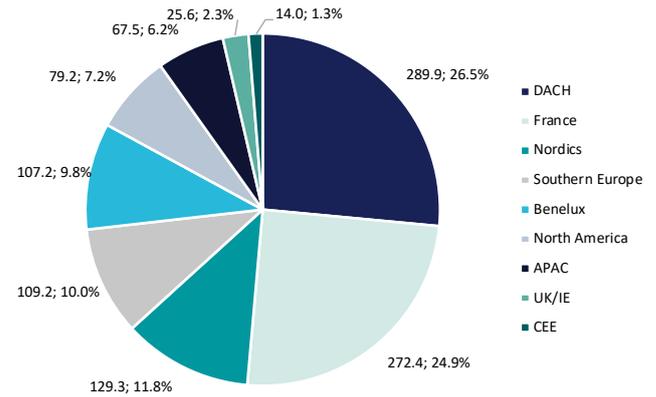
Neben den [deutschen Ländern](#) zählen die hierzulande ansässigen Förderbanken und Abwicklungsvehikel zu den bedeutendsten Emittenten im europäischen sowie globalen SSA-Universum. Durch ein breites Angebot an ausstehenden Wertpapieren in diversen Währungen und Laufzeiten, eine anhaltend hohe Neuemissionsaktivität, einem nach wie vor starken Kreditprofil sowie eine hervorragende regulatorische Behandlung dürfte das deutsche Agency-Segment nach unserem Dafürhalten auch weiterhin für eine Vielzahl von Investoren attraktiv sein. Alle Details zum Markt, den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie sämtlichen Emittenten entnehmen Sie dem in naher Zukunft erscheinenden Issuer Guide.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



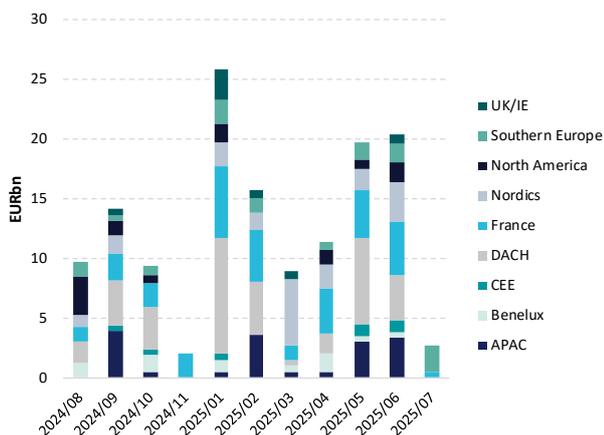
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



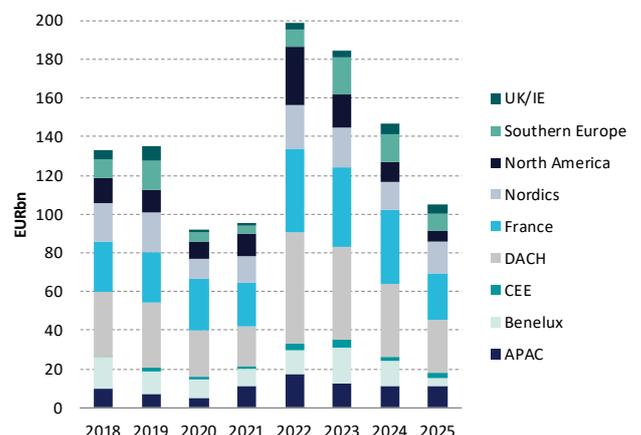
Top-10 Jurisdiktionen

| 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 | 272.4 | 264 | 34 | 0.97 | 9.1 | 4.6 | 1.68 |
| 2 | DE | 224.3 | 313 | 49 | 0.67 | 7.7 | 3.6 | 1.70 |
| 3 | NL | 84.2 | 85 | 4 | 0.93 | 10.3 | 5.3 | 1.48 |
| 4 | CA | 79.2 | 59 | 1 | 1.32 | 5.5 | 2.4 | 1.60 |
| 5 | AT | 60.6 | 100 | 5 | 0.60 | 8.0 | 3.7 | 1.65 |
| 6 | ES | 53.2 | 46 | 5 | 1.05 | 10.1 | 3.4 | 2.24 |
| 7 | NO | 52.0 | 63 | 11 | 0.83 | 7.0 | 3.3 | 1.37 |
| 8 | IT | 49.1 | 64 | 6 | 0.74 | 8.2 | 3.8 | 2.13 |
| 9 | FI | 40.8 | 47 | 5 | 0.85 | 6.6 | 2.9 | 1.84 |
| 10 | AU | 33.3 | 33 | 0 | 1.01 | 7.2 | 3.4 | 1.92 |

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

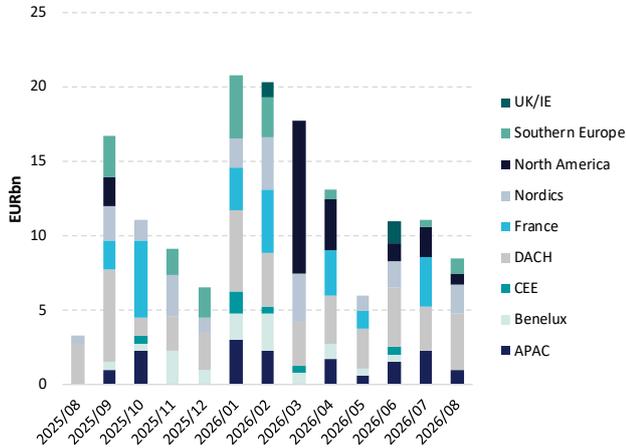


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

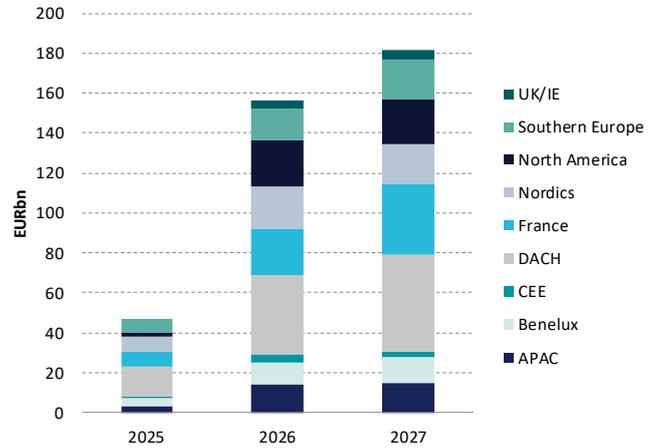


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

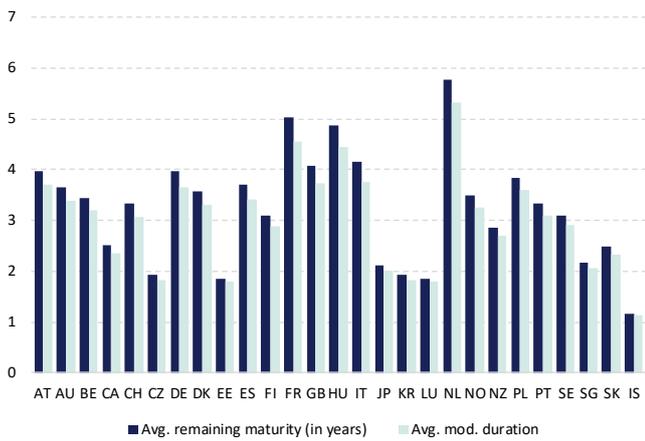
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



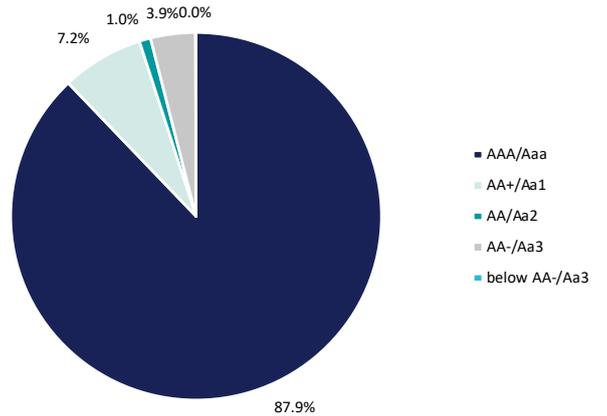
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



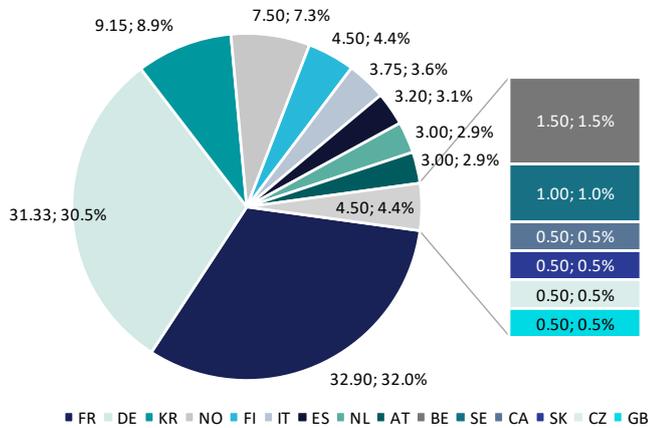
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



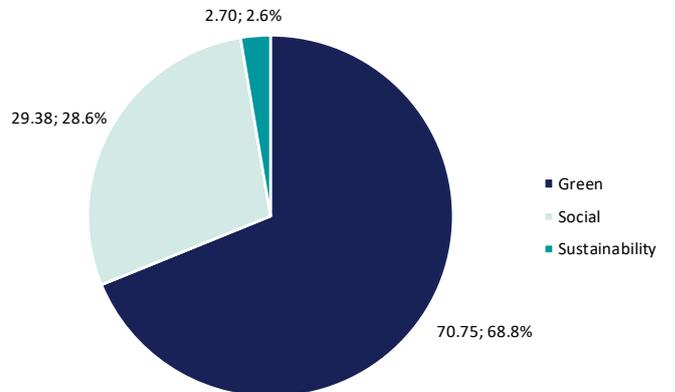
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

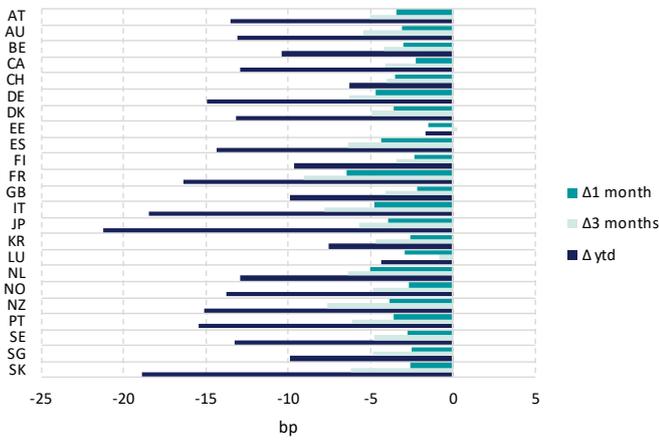


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

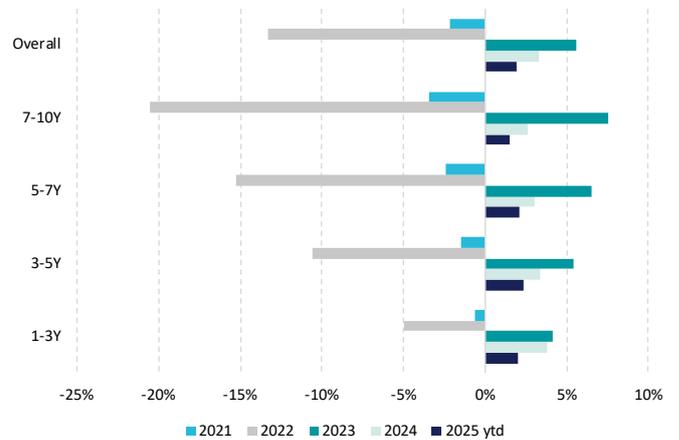


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

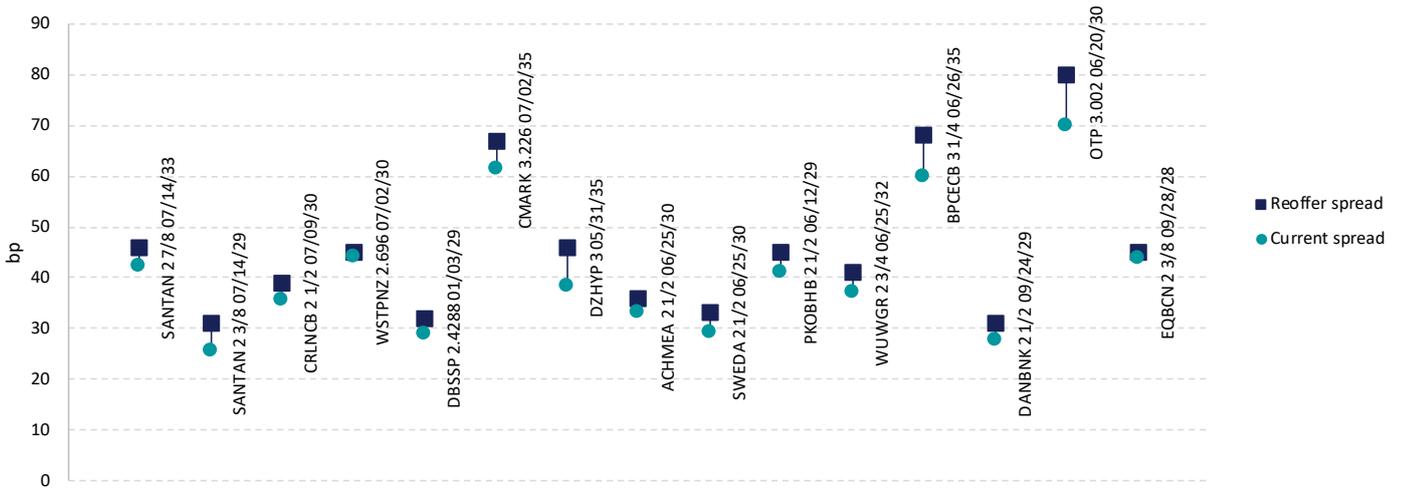
Spreadveränderung nach Land



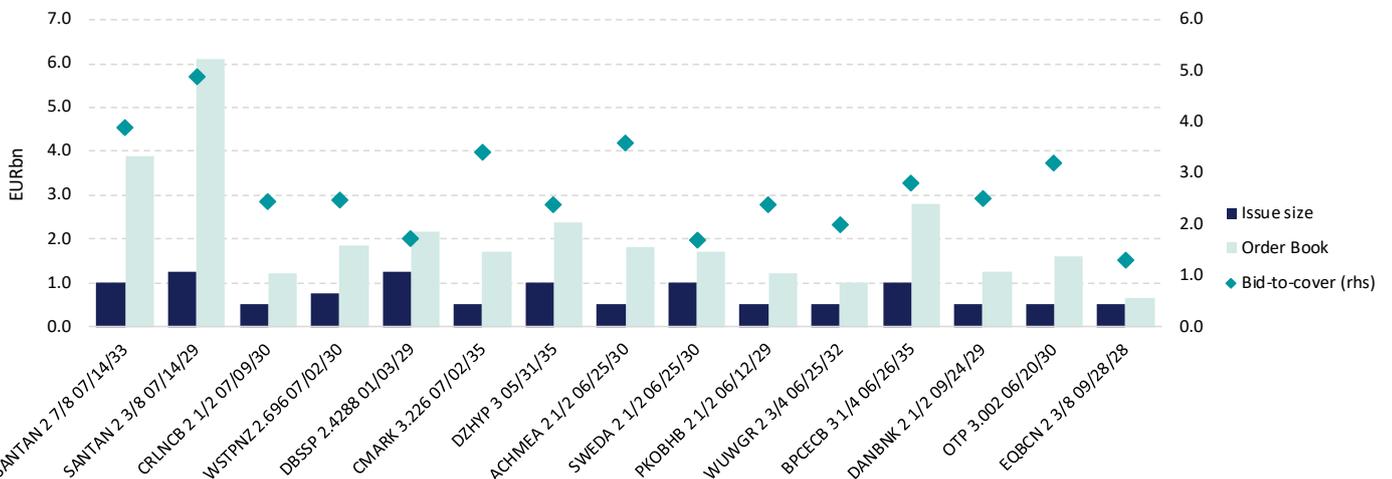
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



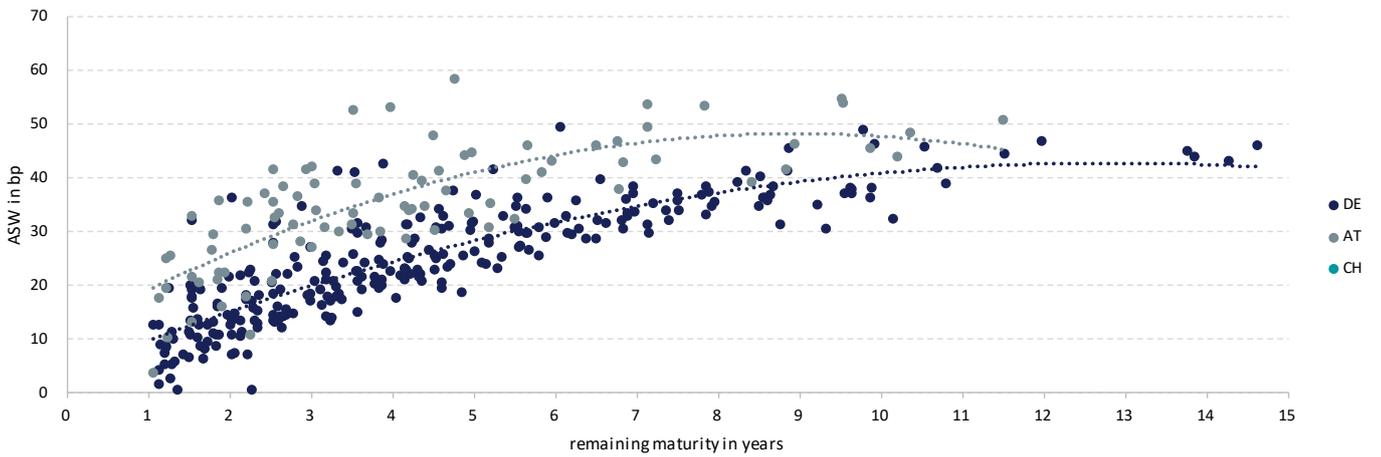
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



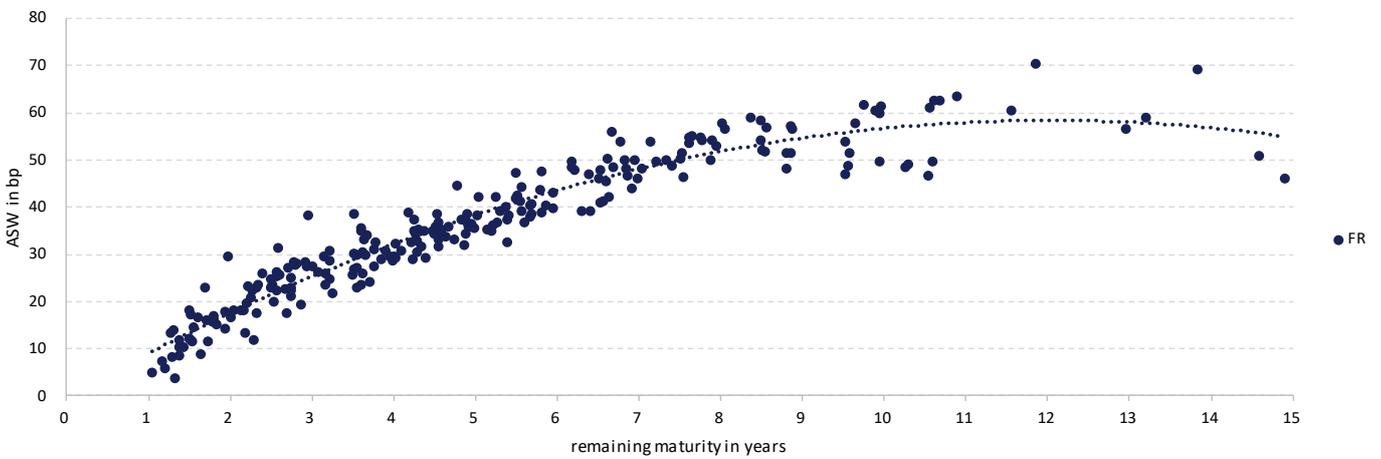
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht¹

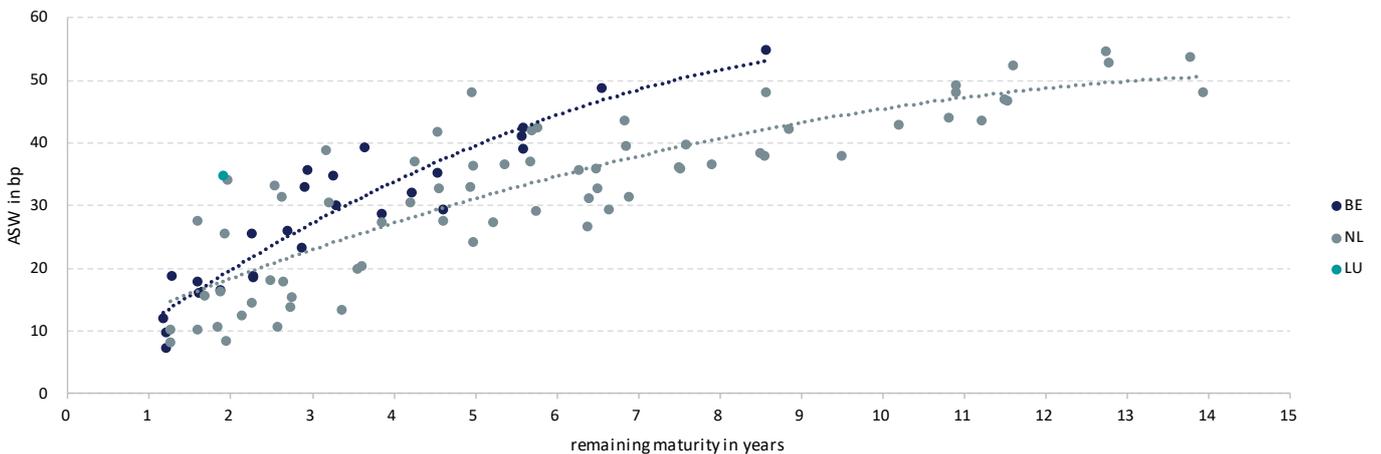
DACH 



France 

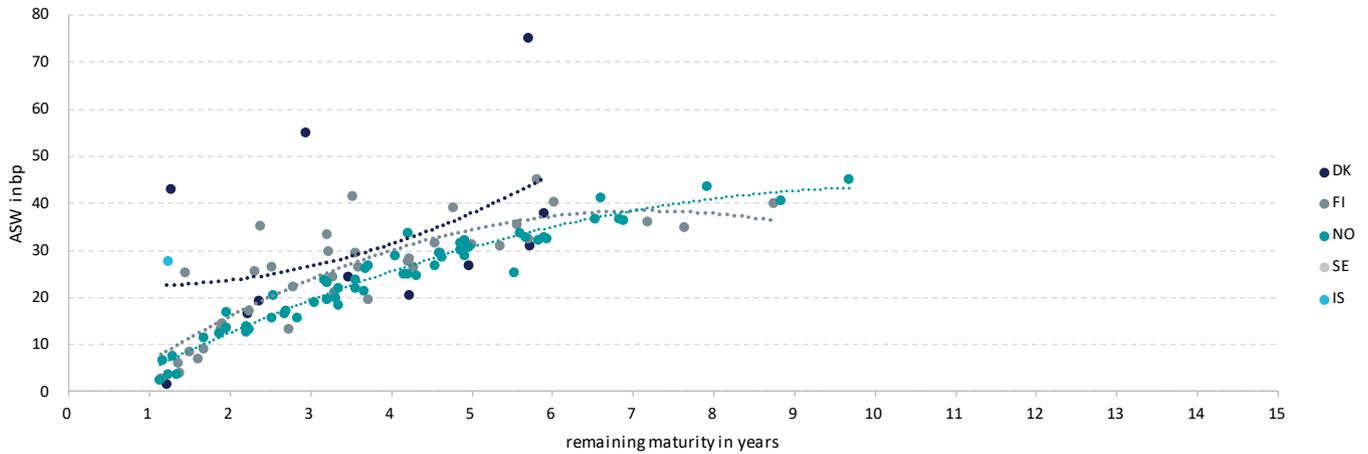


Benelux 

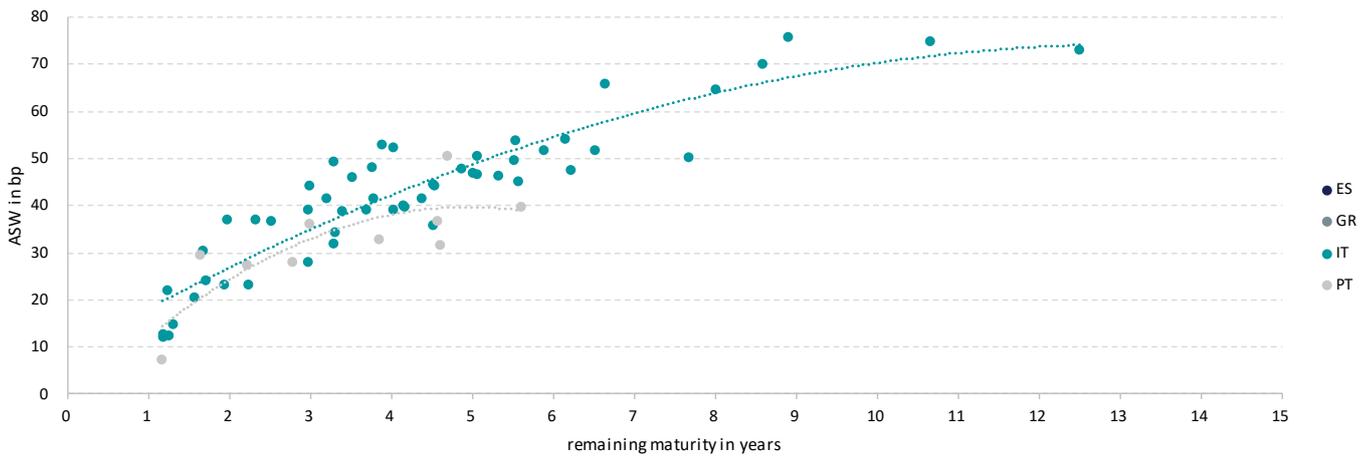


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research ¹ Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

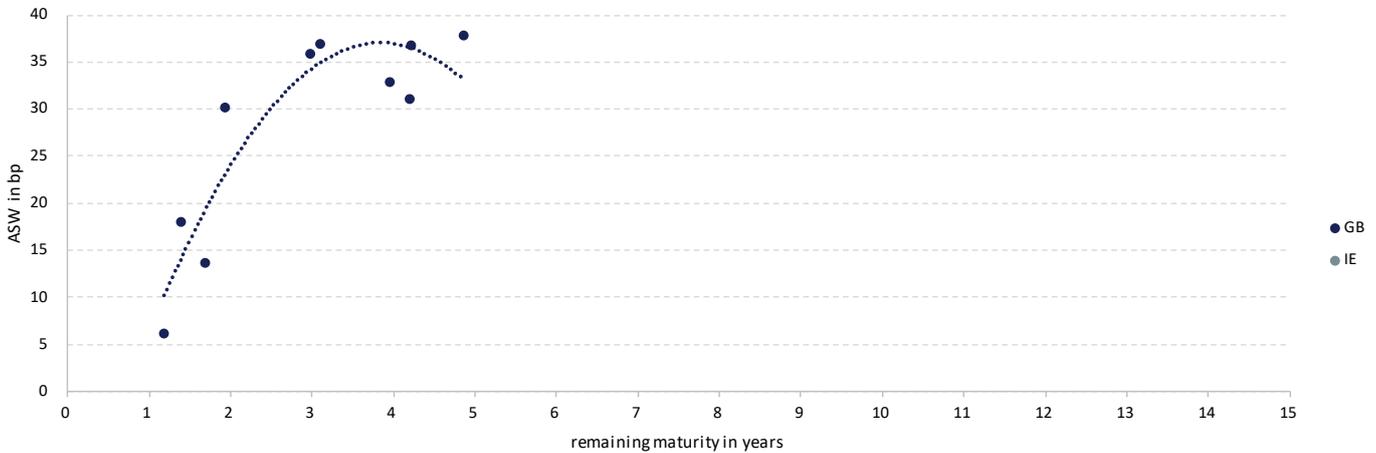
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



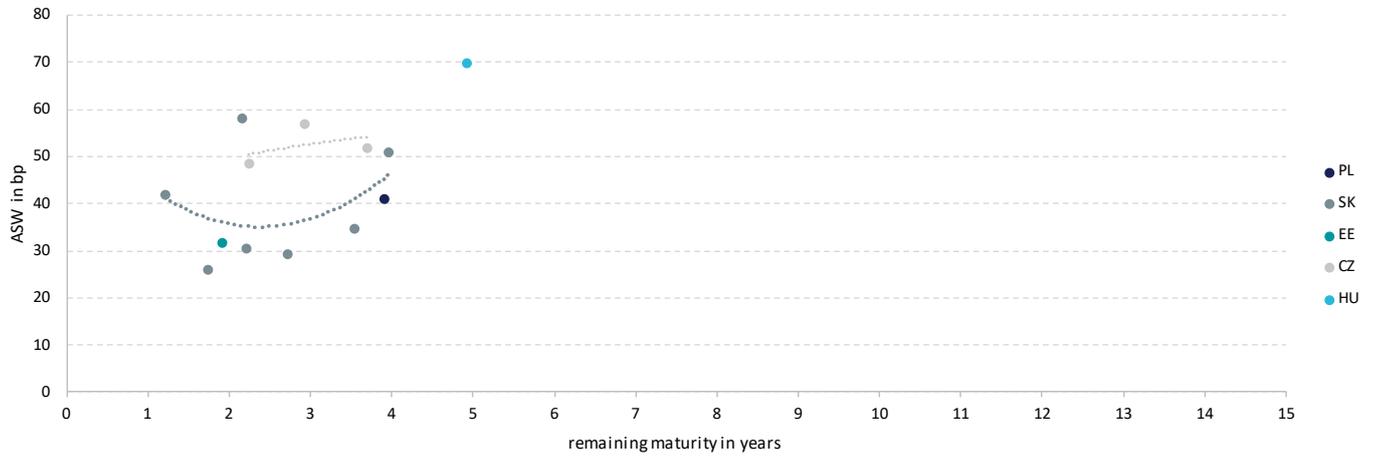
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



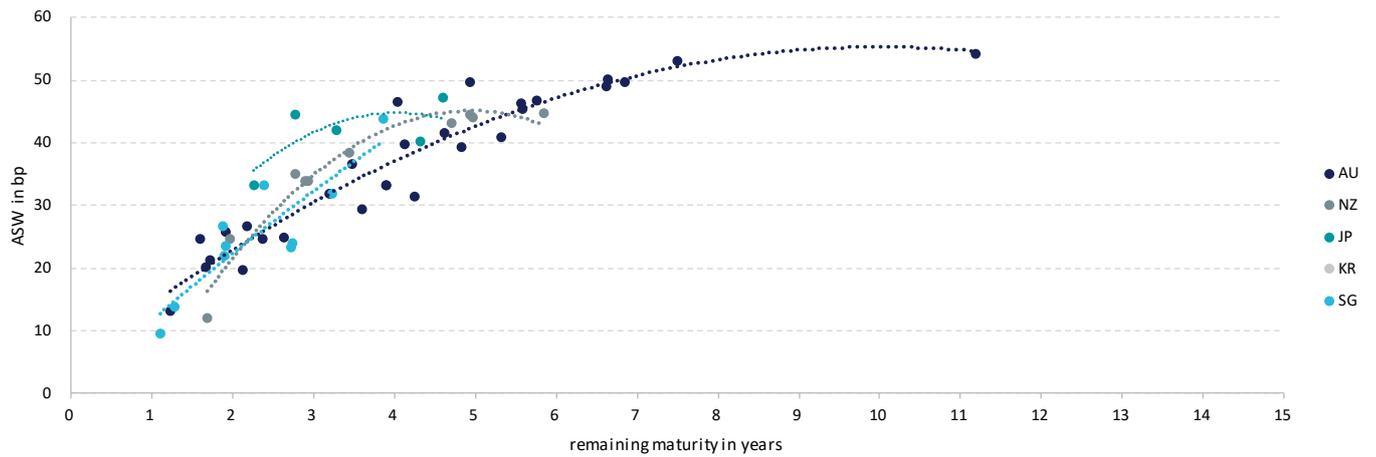
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



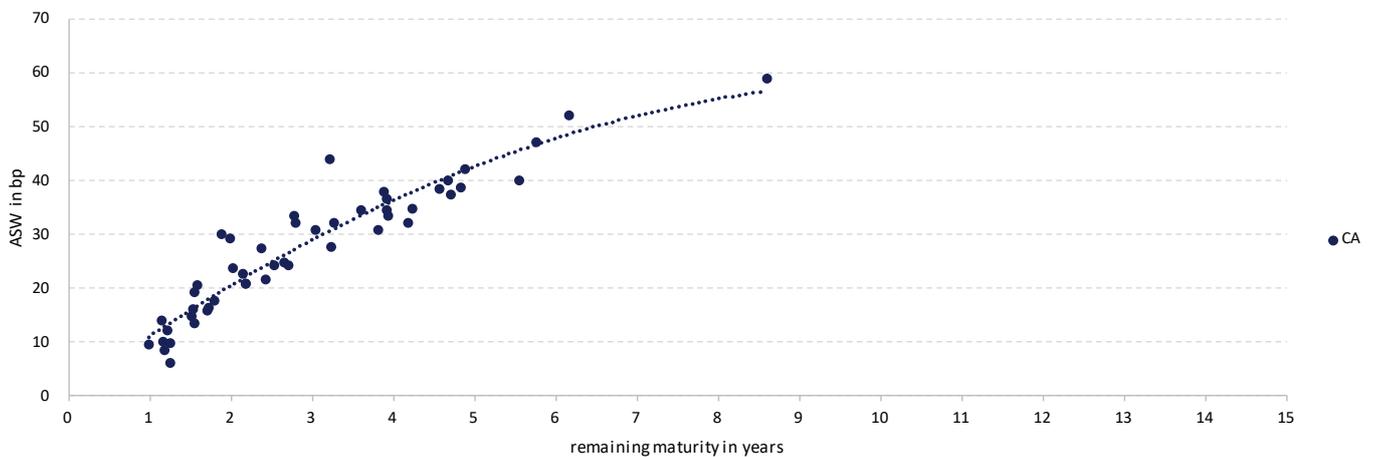
CEE 



APAC 



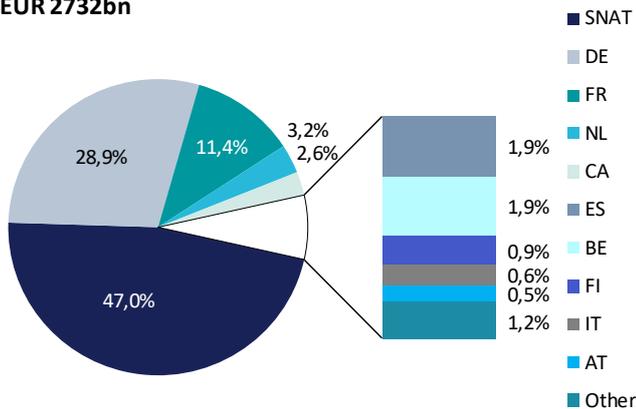
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

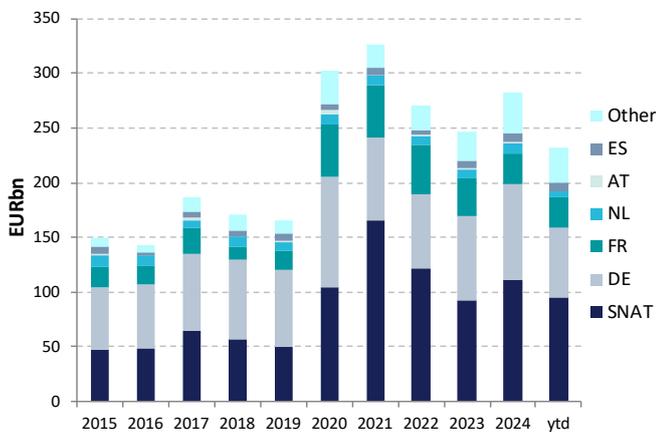
EUR 2732bn



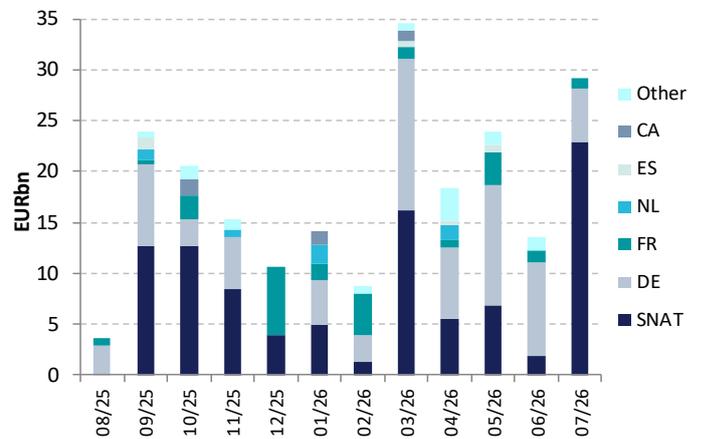
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

| Country | Vol. (EURbn) | No. of bonds | ØVol. (EURbn) | Vol. weight. ØMod. Dur. |
|---------|--------------|--------------|---------------|-------------------------|
| SNAT | 1.283,9 | 261 | 4,9 | 7,6 |
| DE | 790,3 | 598 | 1,3 | 5,9 |
| FR | 310,2 | 207 | 1,5 | 5,4 |
| NL | 86,1 | 68 | 1,3 | 6,1 |
| CA | 70,2 | 64 | 1,1 | 6,0 |
| ES | 52,1 | 75 | 0,7 | 4,9 |
| BE | 51,3 | 49 | 1,0 | 9,9 |
| FI | 25,0 | 26 | 1,0 | 4,2 |
| IT | 16,6 | 21 | 0,8 | 4,2 |
| AT | 14,5 | 20 | 0,7 | 4,7 |

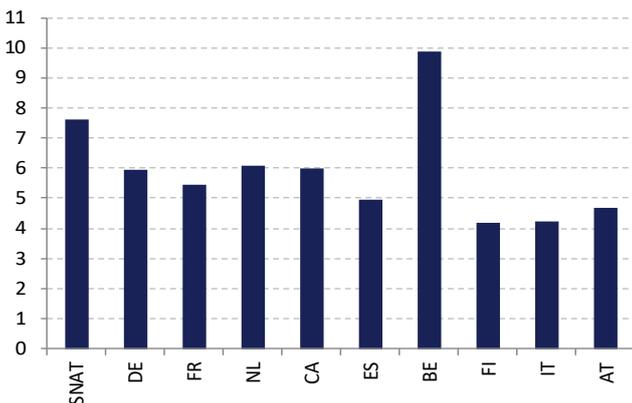
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



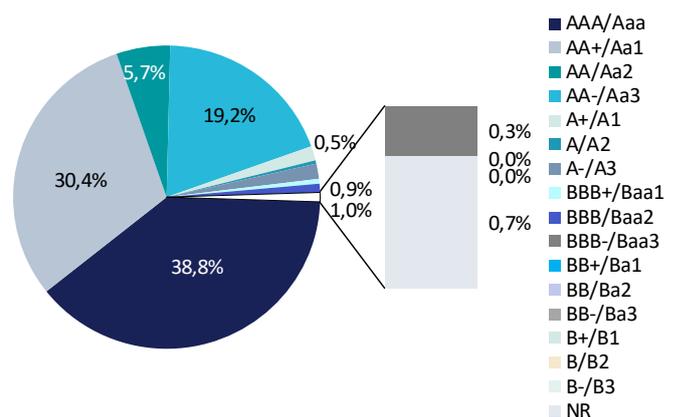
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



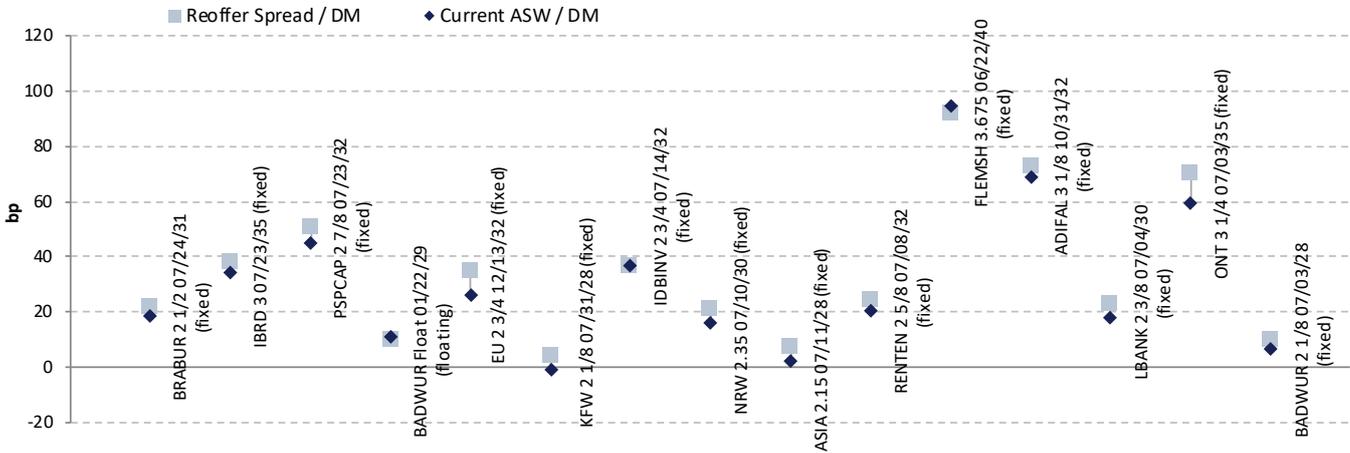
Vol. gew. Modified Duration nach Land



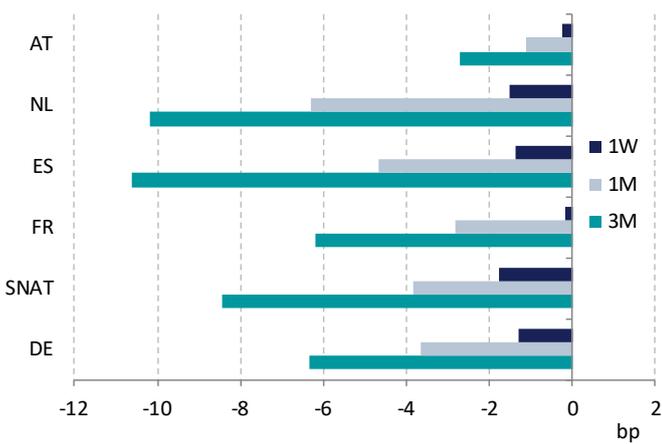
Ratingverteilung (volumengewichtet)



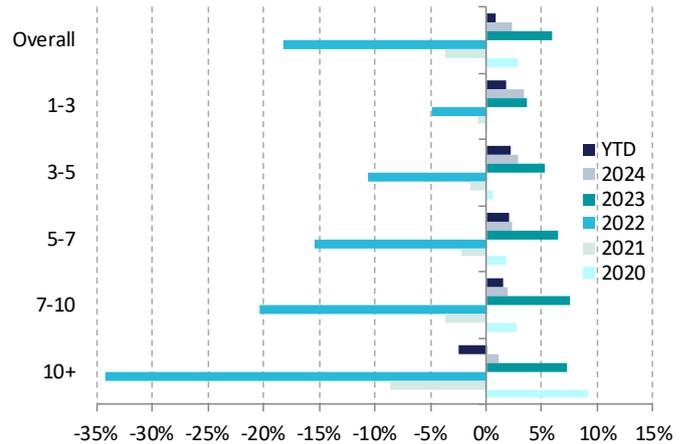
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



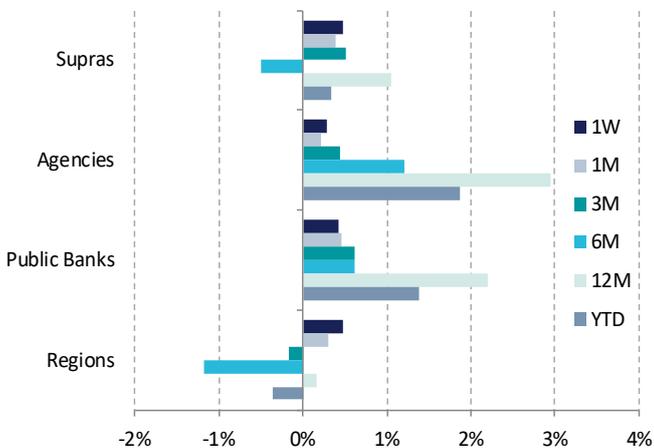
Spreadentwicklung nach Land



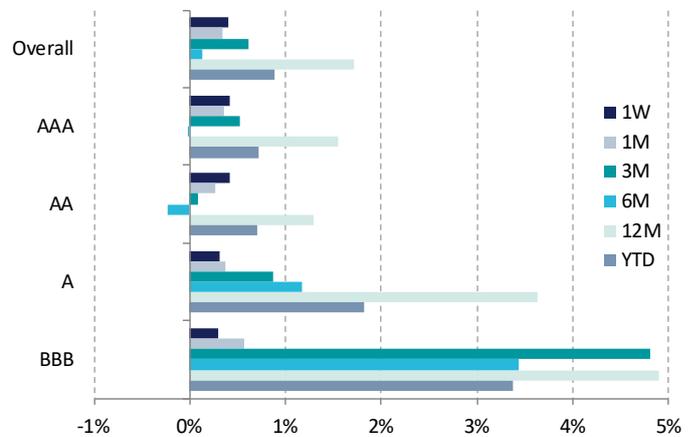
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

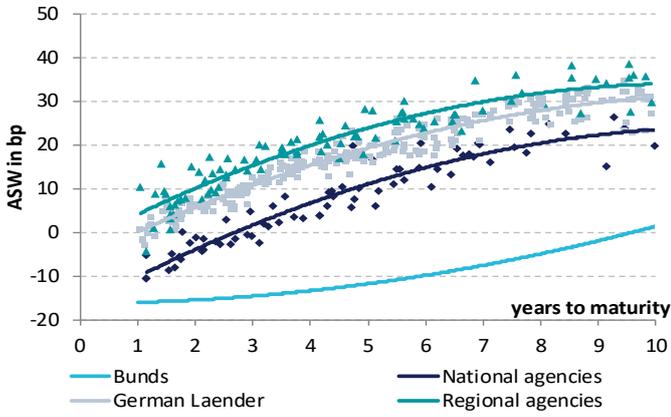


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

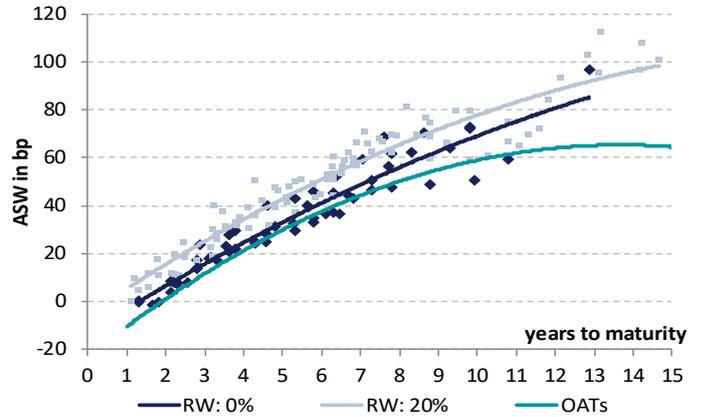


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

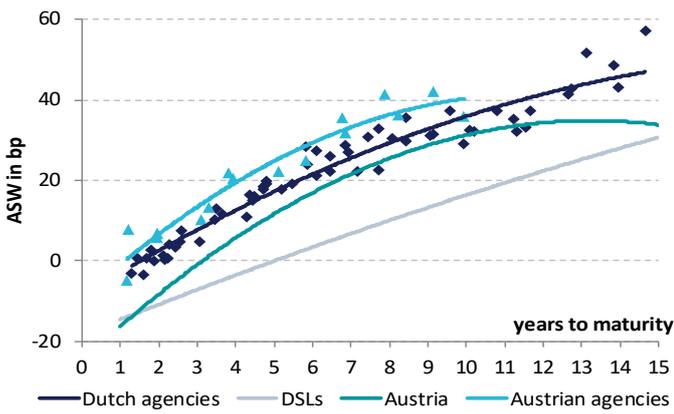
Germany (nach Segmenten)



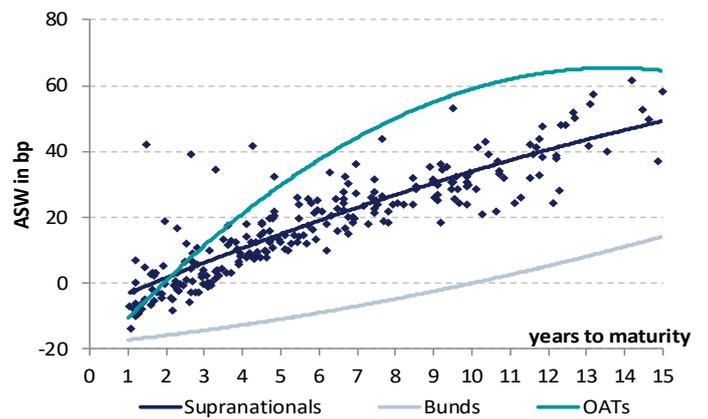
France (nach Risikogewichten)



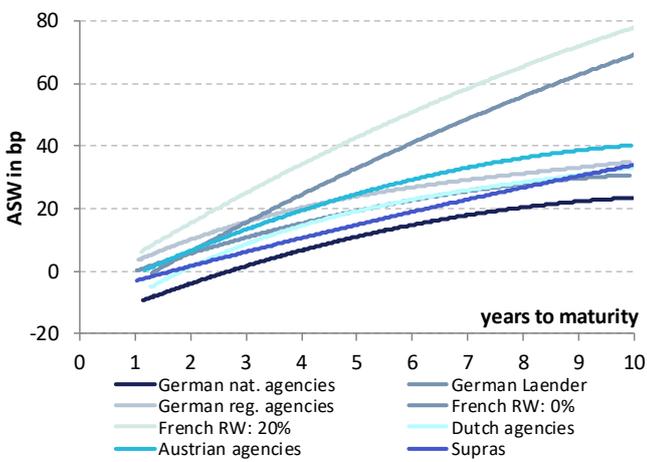
Netherlands & Austria



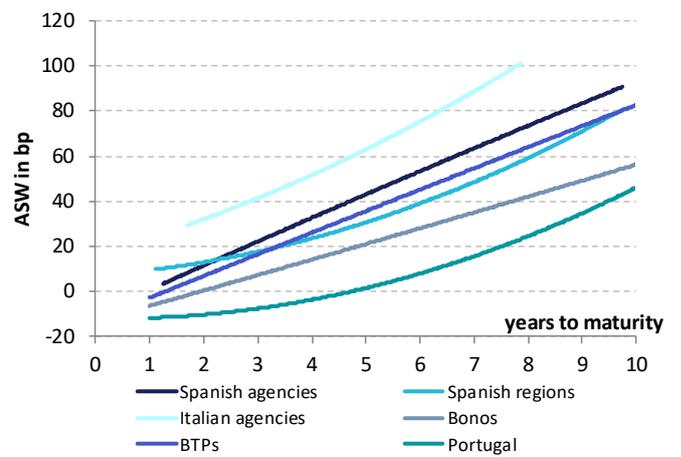
Supranationals



Core



Periphery



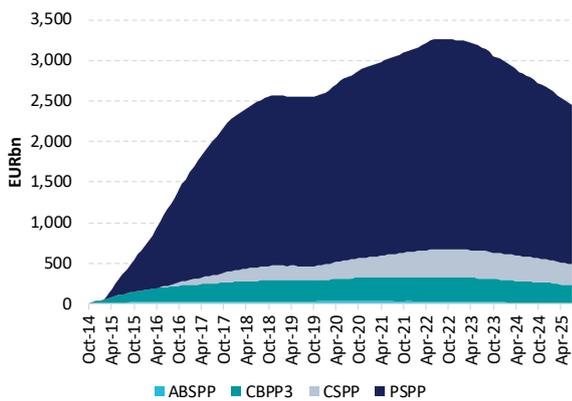
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

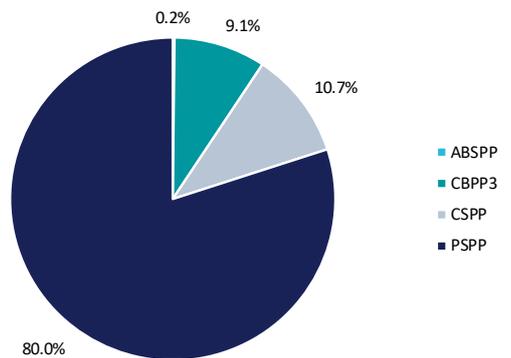
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP) und Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

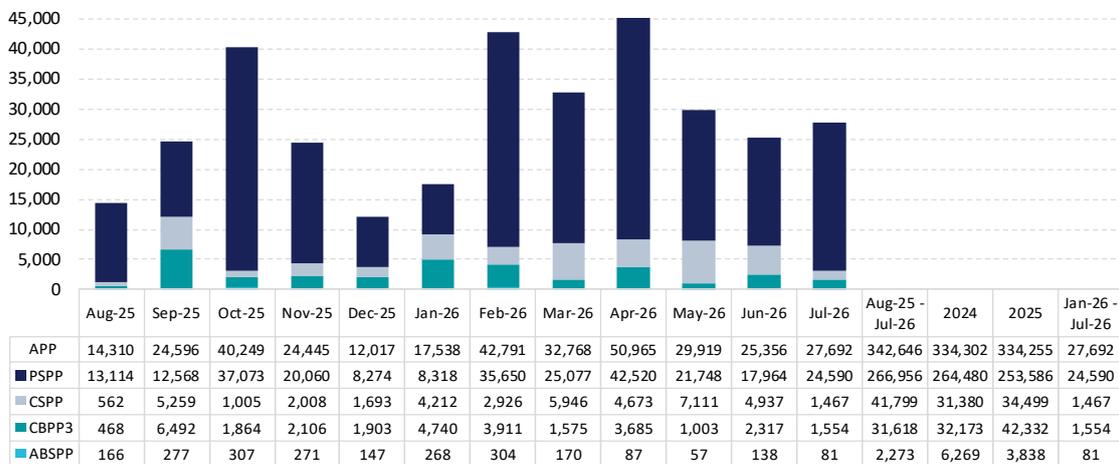
APP: Portfolioentwicklung



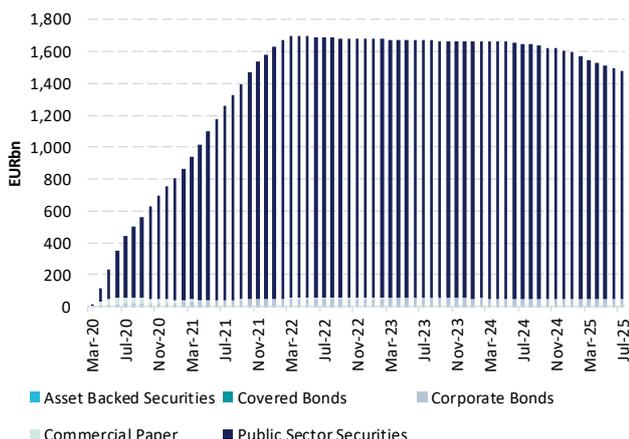
APP: Portfoliostruktur



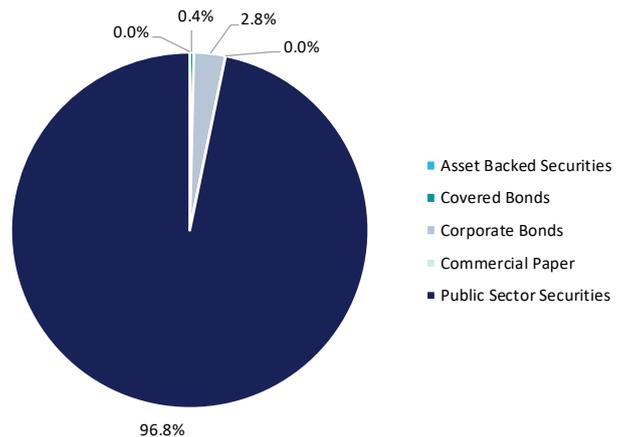
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



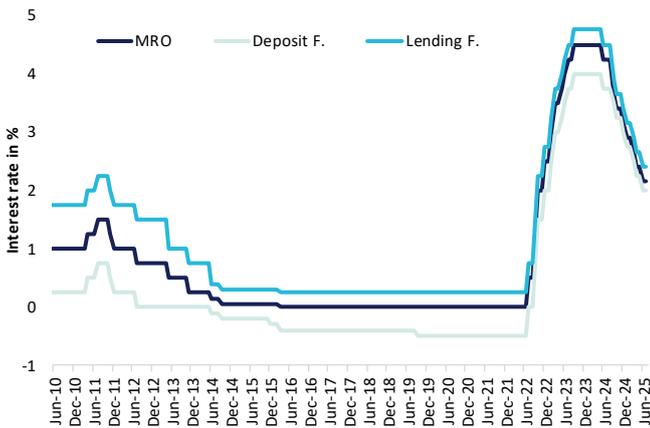
PEPP: Portfoliostruktur



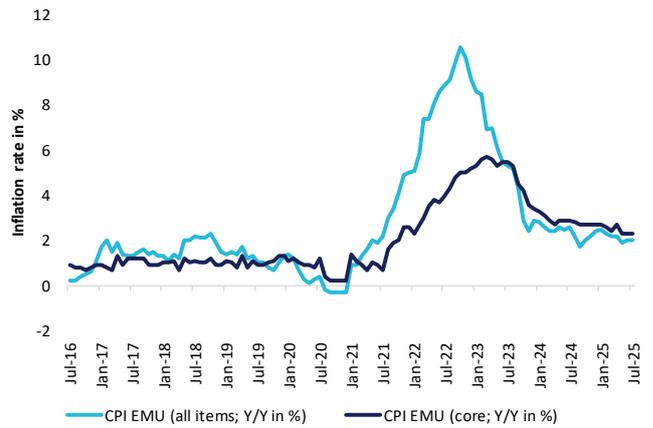
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



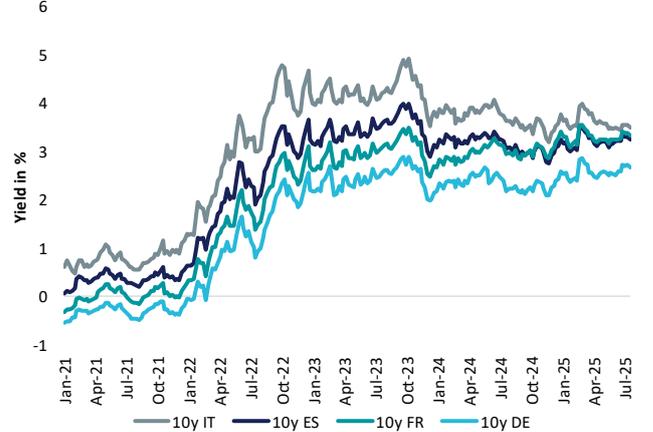
Inflationsentwicklung im Euroraum



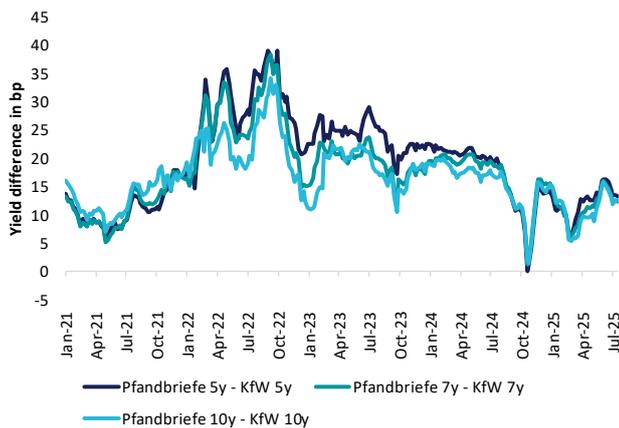
Bund-Swap-Spread



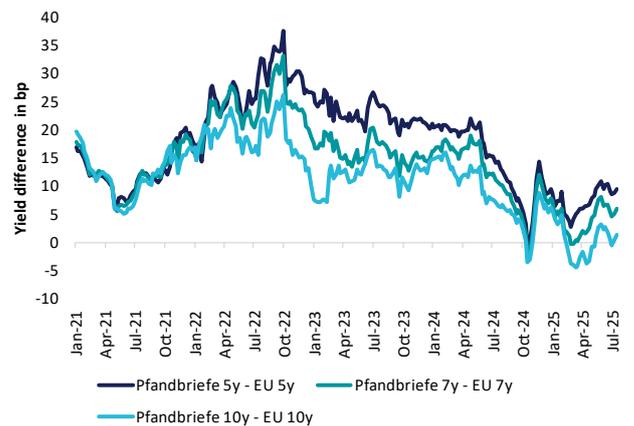
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

| Ausgabe | Themen |
|---|---|
| 25/2025 ♦ 09. Juli | <ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick Megaemittent EU im Fokus |
| 24/2025 ♦ 02. Juli | <ul style="list-style-type: none"> Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das II. Halbjahr 2025 SSA-Halbjahresrückblick 2025 und Ausblick |
| 23/2025 ♦ 25. Juni | <ul style="list-style-type: none"> Der Ratingansatz von Scope Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II |
| 22/2025 ♦ 18. Juni | <ul style="list-style-type: none"> Der Covered Bond-Markt im Vereinigten Königreich Stabilitätsrat zur 31. Sitzung zusammengetreten |
| 21/2025 ♦ 11. Juni | <ul style="list-style-type: none"> Der Ratingansatz von Moody's Teaser: Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025 |
| 20/2025 ♦ 28. Mai | <ul style="list-style-type: none"> Cross Asset // Teaser: ESG-Update 2025 – Greenium und Socium+ im Fokus |
| 19/2025 ♦ 21. Mai | <ul style="list-style-type: none"> Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2025 |
| 18/2025 ♦ 14. Mai | <ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2025 Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage |
| 17/2025 ♦ 07. Mai | <ul style="list-style-type: none"> Fitch: Covered Bond-Ratingansatz Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2025 |
| 16/2025 ♦ 30. April | <ul style="list-style-type: none"> Special zur LCR-Klassifizierung und zum Risikogewicht: Ein (regulatorischer) Blick auf das EUR-Benchmarksegment Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025 |
| 15/2025 ♦ 16. April | <ul style="list-style-type: none"> Cross Asset: Relative Value – Eine (aktuelle) Bestandsaufnahme |
| 14/2025 ♦ 09. April | <ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im I. Quartal 2025 |
| 13/2025 ♦ 02. April | <ul style="list-style-type: none"> Ein Rückblick auf das I. Quartal im Covered Bond-Segment SSA: Ein Rückblick auf das I. Quartal 2025 |
| 12/2025 ♦ 26. März | <ul style="list-style-type: none"> Ein Blick auf den dänischen Covered Bond-Markt Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Supras (MDBs) 2025 |
| 11/2025 ♦ 19. März | <ul style="list-style-type: none"> Repo-Fähigkeit von Covered Bonds Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies |
| 10/2025 ♦ 12. März | <ul style="list-style-type: none"> Covered Bonds vs. Staatsanleihen: Eine Frage der Attraktivität NGEU: Green Bond Dashboard |
| 09/2025 ♦ 05. März | <ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2024 Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Agencies 2025 |
| 08/2025 ♦ 26. Februar | <ul style="list-style-type: none"> Overseas Covered Bonds – Schöne neue Spreadwelt? Update: Gemeinschaft deutscher Länder – Länderjumbos |
| 07/2025 ♦ 19. Februar | <ul style="list-style-type: none"> Ein Überblick über das EUR-Subbenchmarksegment Export Development Canada – EDC im Fokus |

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2024](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2025](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2025 Sparkassen](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2024](#)

[Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2024](#)

[Issuer Guide – Down Under 2024](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2024](#)

[Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals \(MDBs\) 2025](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Skandinavische Agencies \(Nordics\) 2025](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2025](#)

[Zinspause: Nur ein Durchatmen oder geht der EZB die Luft aus?](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research



Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Head of Desk

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

lukas.kuehne@nordlb.de



Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

lukas-finn.frese@nordlb.de



Alexander Grenner

Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65070

alexander.grenner@nordlb.de



Tobias Cordes, CIIA

SSA/Public Issuers

+49 162 760 6673

tobias.cordes@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

| | |
|----------------------------|--|
| Liquidity Management/Repos | +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 NORDDEUTSCHEN 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 oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt der NORD/LB, die insgesamt unter www.nordlb.de heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

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

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

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

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

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

Mit der Verwendung dieser Information erkennt der Empfänger die obigen Bedingungen an.

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich. Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes, sondern eine Marketingmitteilung dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

Diese Information 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: 06. August 2025 (08:50 Uhr)