NORD/LB
Zum wahren Nutzen.



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Finanzgruppe

01. Oktober 2025 ♦ 32/2025

Marketingmitteilung (ergänzende Hinweise s. Disclaimer)

Inhalt

Marktüberblick

Covered Bonds 3

SSA/Public Issuers 6

Teaser: EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks 10

Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK 14

Charts & Figures

Covered Bonds 22

SSA/Public Issuers 28

EZB-Tracker 31

Cross Asset 32

Ausgaben im Überblick 33

Publikationen im Überblick 34

Ansprechpartner in der NORD/LB 35

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: Quartalsende mit dynamischem Ausklang

Nach dem (auch aufgrund unserer vorherigen Publikationspause) sehr umfangreichen Primärmarkt in der vergangenen Ausgabe dürfen wir diese Woche wieder von einer „normalen“ Anzahl an Transaktionen berichten. Unser Fazit: Der Primärmarkt zeigt sich auch zum Ende des III. Quartals sehr dynamisch! So konnten wir in den vergangenen fünf Handelstagen fünf Transaktionen aus ebenso vielen Jurisdiktionen verzeichnen. Den Anfang machte die niederländische ABN AMRO zum Ausklang der vergangenen Kalenderwoche mit einer Neuemission im kurzen Laufzeitsegment (4,0y). Ganze EUR 1,5 Mrd. wurden bei einem Reoffer-Spread von ms +19bp erfolgreich bei den Investoren platziert. Damit „sprangen“ die Niederlande auf Rang 2 der Jurisdiktionen mit dem größten Neuemissionsvolumen in Q3/2025 (siehe auch unser Quartalsrückblick weiter unten). Zum Auftakt in die neue Woche zeigten sich mit der Bayerischen Landesbank (BayernLB) sowie der Commonwealth Bank of Australia (CBA) zwei Emittenten mit jeweils sechs Jahre laufenden Covered Bonds am Primärmarkt aktiv. Während die BayernLB final EUR 750 Mio. bei ms +26bp platzieren konnte, entschied sich die CBA nach Schließung der Bücher für ein Emissionsvolumen von EUR 1,25 Mrd. Die größte Bank Australiens schaffte es, den Reoffer-Spread im Verhältnis zur ursprünglichen Guidance (ms +46bp area) um sieben Basispunkte einzuengen. Die hohe Investorennachfrage wird auch an einer Bid-to-cover-Ratio von 2,4x deutlich. Am Dienstag begab die französische Credit Commercial de France (CCF; siehe Issuer View) ihre dritte gedeckte Anleihe im laufenden Jahr. Nach EUR 1 Mrd. im Januar und EUR 750 Mio. im April wählte das Institut für seinen aktuellen Deal (3,5y) erneut ein Emissionsvolumen von EUR 750 Mio., bei einer Guidance von ms +38bp area. Im Laufe der Vermarktungsphase füllten sich die Bücher auf ein Volumen von über EUR 2,3 Mrd., sodass der Spread um sieben Basispunkte auf ms +31bp reduziert werden konnte. Zudem entschied sich am selben Tag die österreichische Raiffeisenlandesbank Steiermark für die Emission einer gedeckten Anleihe im Volumen von EUR 500 Mio. (4,5y) im WNG-Format, bei einem Reoffer-Spread von ms +32bp.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
CCF SFH	FR	30.09.	FR00140134M3	3.5y	0.75bn	ms +31bp	- / Aaa / -	-
RLB Steiermark	AT	30.09.	AT0000A3PPN3	4.5y	0.50bn	ms +32bp	- / Aaa / -	-
CBA	AU	29.09.	XS3197812855	6.0y	1.25bn	ms +39bp	AAA / Aaa / -	-
BayernLB	DE	29.09.	DE000BYL0E21	6.0y	0.75bn	ms +26bp	- / Aaa / -	-
ABN AMRO	NL	25.09.	XS3195051647	4.0y	1.50bn	ms +19bp	AAA / Aaa / -	-

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

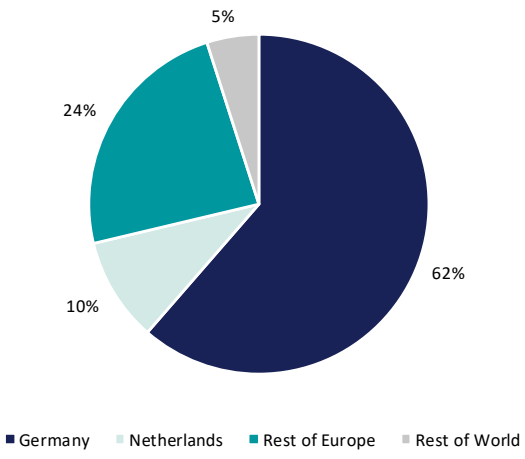
Sekundärmarkt: Investoren aufnahmebereit für weitere Transaktionen

Bei den Investoren auf dem Sekundärmarkt liegen aktuell Laufzeiten von drei bis sieben Jahren im Fokus. Insofern wird bei den aktuellen Transaktionen eine gute Sekundärmarktperformance verzeichnet und auch weiterhin erwartet. Allerdings sind auch längere Deals, von denen schon seit Ende August keiner mehr an den Markt gekommen ist, weiterhin nachgefragt. Auch die Spreads können von der guten Nachfrage profitieren, besonders High Beta-Namen aus Italien, der CEE-Region oder APAC werden unverändert gesucht.

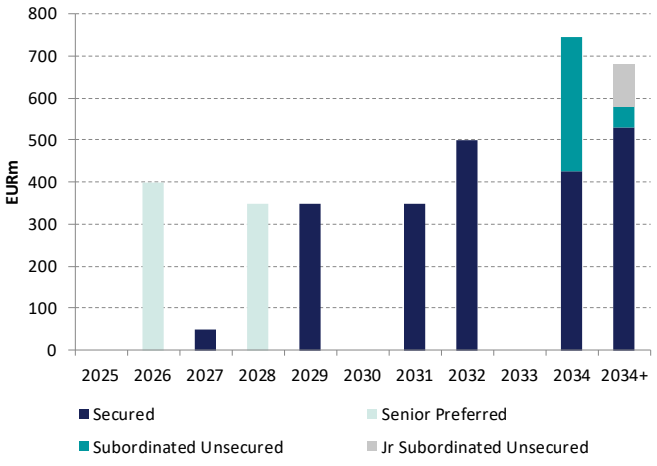
OLB: Pfandbriefemittent im Übernahmeprozess

Bereits im März 2025 gab die Credit Mutuel Alliance Federale (CMAF) bekannt, die Oldenburgische Landesbank (OLB) über ihre 100%ige Tochtergesellschaft die TARGO Deutschland GmbH (Muttergesellschaft der TARGOBANK) zu übernehmen. Zurzeit befindet sich die OLB noch fast vollständig im Besitz eines Konsortiums bestehend aus Apollo Global Management, Grovepoint Investment Management sowie des Teacher Retirement Systems of Texas. Mit einem erfolgreichen Abschluss der Transaktion rechnet die CMAF im I. Halbjahr 2026. Den voranschreitenden Übernahmeprozess wollen wir zum Anlass nehmen, um einen detaillierteren Blick auf die OLB zu werden. Mit Abschluss der Transaktion wird die OLB Teil einer der größten genossenschaftlich organisierten Bankengruppen Frankreichs, die sich im Besitz ihrer 9,2 Mio. Mitglieder befindet (FY/2024). Mittels der Übernahme macht die TARGOBANK, im Rahmen ihres Transformationsprozesses, einen gewichtigen Schritt hin zu einer Universalbank. Insbesondere beim Aufbau des Angebots rund um die private Immobilienfinanzierung und mit ihrer Marktstellung in der Mittelstandfinanzierung bringt die OLB hier ihre Stärken ein. In diesen Bereichen liegt auch der Geschäftsfokus der OLB, die in den letzten Jahren neben ihrem Heimatmarkt auch verstärkt in anderen europäischen Ländern aktiv ist und sich in durch einen stetigen Wachstumskurs ausgezeichnet hat. So konnte die Bank zuletzt im April die Akquisition der Degussa Bank erfolgreich abschließen. Neben seinen deutschlandweit 80 Niederlassungen und einer starken Präsenz im Nordwesten betreut das Institut seine rund 1 Mio. Privat- und Firmenkunden auch über digitale Angebote. Das Kreditportfolio der OLB setzt sich fast zu gleichen Teilen aus Darlehen an Privat- und Geschäftskunden (H1/2025: 51%) sowie Unternehmens- und diversifizierter Kreditvergabe (49%) zusammen. In beiden Bereichen liegt der Fokus der Kreditvergabeaktivitäten auf Deutschland, wobei insbesondere das Geschäft in der Unternehmens- und diversifizierten Kreditvergabe geographisch deutlich stärker differenziert ist. So entfallen 62% des Darlehensvolumens (H1/2025) auf Deutschland, gefolgt von den Niederlanden (10%) und weiteren europäischen Staaten (24%). Das Funding der OLB beruht zum überwiegenden Teil auf Kundeneinlagen (H1/2025: 64,4% der Passiva) und wird gezielt um Platzierungen am Kapitalmarkt ergänzt. Dazu zählen neben ungedeckten Refinanzierungsinstrumenten seit Januar 2024 auch Emissionen von Pfandbriefen im EUR-Benchmarksegment. Zum Stichtag 30. Juni 2025 summierte sich das ausstehende Pfandbriefvolumen auf EUR 2,2 Mrd.

Unternehmens- und diversifizierte Kreditvergabe



Fälligkeitsprofil

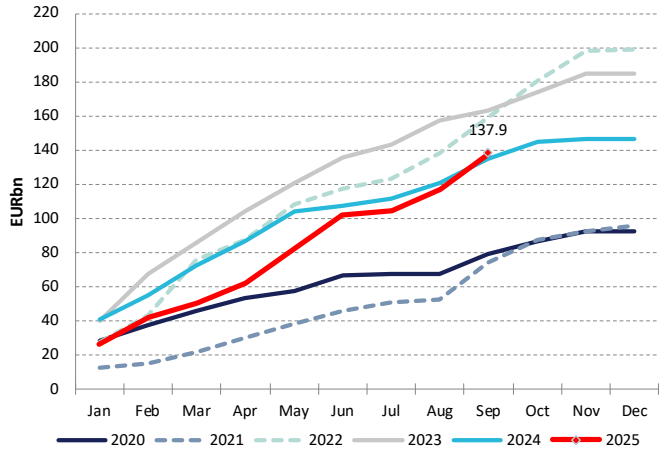


Quelle: OLB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

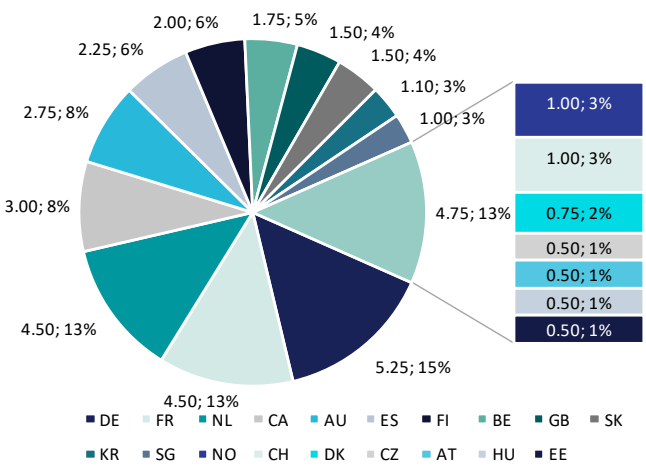
Q3/Rückblick: Mit einem starken Quartal aus der Sommerpause

Auch wenn das III. Quartal eines Jahres traditionell auch die sommerliche Emissionspause im EUR-Benchmarksegment enthält, enttäuschte es auf Gesamtsicht keineswegs. So konnten wir insgesamt ein Emissionsvolumen von EUR 35,9 Mrd. bei 44 Bonds verzeichnen, womit das Vorjahresquartal (EUR 27,7 Mrd.; 31 Bonds) deutlich übertroffen wurde. Mit einem Gesamtvolumen von EUR 137,9 Mrd. im laufenden Jahr konnte zum Ende des III. Quartals sogar das Emissionsvolumen aus dem Vorjahr (Stand Q3/2024: EUR 135,1 Mrd.) übertroffen werden. Gerade vor dem Hintergrund des als recht schwach zu bezeichnenden Jahresstarts (insbesondere in den Monaten Februar – April) ist dies durchaus als bemerkenswert zu bezeichnen. Die Sommerpause begann in diesem Jahr recht früh, sodass wir die einzigen drei Emissionen im Juli bereits zu Beginn des Monats verzeichneten. Die Crelan Home Loan (EUR 500 Mio.) und die Banco Santander mit einer Dual Tranche (EUR 1,25 Mrd. & EUR 1 Mrd.) konnten vor der sommerlichen Emissionspause recht stark nachgefragte Transaktionen abschließen. Im Anschluss einer fast sechswöchigen Pause oblag es dann der ING Belgium (EUR 1,25 Mrd.) sowie der finnischen Nordea Bank (EUR 1 Mrd.) den Markt am 18. August „wiederzueröffnen“. Im Anschluss gab es ein paar volle Wochen mit einer fast durchgehend hohen Anzahl an Neuemissionen, bis der Primärmarkt im Hinblick auf die EZB-Sitzung am 11. September und die in der darauffolgenden Woche stattgefundenen ECBC-Konferenz in Sevilla für anderthalb Wochen in eine erneute Pause ging. Zum Ende des Monats zeigten sich die verbliebenen sieben Handelstage mit neun Neuemissionen noch einmal recht dynamisch. Beim Blick auf die verschiedenen Jurisdiktionen waren mit Deutschland (EUR 5,3 Mrd.), den Niederlanden (EUR 4,5 Mrd.) und Frankreich (EUR 3,8 Mrd.) drei der auch traditionsgemäß größten Märkte in Q3/2025 am stärksten vertreten, gefolgt von den Overseas-Jurisdiktionen Kanada (EUR 3 Mrd.) und Australien (EUR 2,75 Mrd.). Auch Spanien zeigte sich mit den bereits erwähnten EUR 2,25 Mrd. erfreulich aktiv und aus der Slowakei waren im III. Quartal drei der fünf EUR-Benchmarkemittenten mit frischer Ware am Primärmarkt vertreten. Bemerkenswert war nach ihrer „Comebacktransaktion“ im Juni auch die zweite Neuemission der OTP Mortgage Bank aus Ungarn (erneut im Volumen von EUR 500 Mio.). Die Nachfrage zeigte sich das ganze Quartal über recht dynamisch, mit einer Bid-to-cover-Ratio im Mittelwert von 2,3x, auch wenn die Spreadsensitivität der Investoren zum Quartalsende etwas anstieg.

EUR BMK: Emissionsverlauf



EUR BMK in Q3/2025 (in EUR Mrd.)



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

SSA/Public Issuers Marktüberblick

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

ICO: S&P stuft das Rating von A auf A+ mit stabilem Ausblick hoch

Die Ratingexperten von S&P haben die Bonitätsstufe der spanischen Förderbank Instituto de Crédito Oficial (Ticker: ICO) von A auf A+ (Ausblick: stabil) angehoben und diese damit an das Rating des spanischen Staates angeglichen, welcher bereits am 12. September von S&P hochgestuft wurde. Zum Hintergrund: Die ICO verfügt über eine explizite Garantie des spanischen Königreichs, sodass ihr Rating – als staatsnaher Emittent (government-related entity [GRE]) – untrennbar mit dem Spaniens verbunden ist. Das Ratingupgrade Spaniens wiederum beruhe laut S&P insbesondere auf einer vom privaten Sektor getragenen Verbesserung der externen Finanzlage infolge hoher Sparquoten, stabiler Leistungsbilanzüberschüsse aufgrund der zunehmend serviceorientierten und weniger vom Tourismus abhängigen Wirtschaft sowie einer sinkenden Auslandsverschuldung.

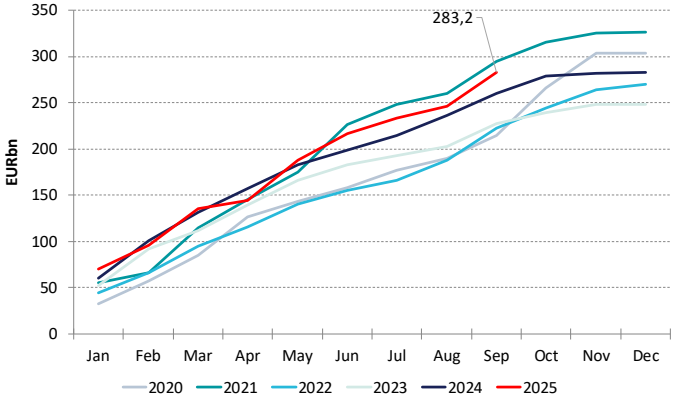
NWB: Halbjahresbericht 2025 publiziert

Der niederländische Kommunalfinanzierer Nederlandse Waterschapsbank (NWB; Ticker: NEDWBK) hat seine Geschäftszahlen für die ersten sechs Monate des laufenden Jahres veröffentlicht. Wie aus der begleitenden Pressemitteilung hervorgeht, stellte die Agency ihren Kunden neue Finanzierungen i.H.v. EUR 5 Mrd. zur Verfügung (H1/2024: EUR 4,4 Mrd.). Das gesamte Kreditportfolio stieg damit auf einen Rekordwert von EUR 58 Mrd. an. Der Löwenanteil an neuen Darlehen im Betrachtungszeitraum ging mit EUR 3,8 Mrd. an soziale Wohnungsbaugesellschaften, welche traditionell die Kundengruppe mit dem größten Finanzierungsbedarf darstellt. Der Nettogewinn in H1/2025 belief sich indes auf EUR 64 Mio., nach EUR 58 Mio. im Vorjahresvergleichszeitraum. Der Zinsüberschuss betrug EUR 121 Mio. und war damit gegenüber H1/2024 nahezu unverändert. Die Finanzlage der Niederländer blieb im ersten Halbjahr nach eigenen Angaben solide: Die harte Kernkapitalquote (CET1) lag bei 35,2% verglichen mit 35,7% zum Jahresultimo 2024. Unter Berücksichtigung des Hybridkapitals belief sich die Kernkapitalquote (Tier1) auf 40,9% (FY/2024: 41,4%). Die Bilanzsumme der NWB erhöhte sich zudem um EUR +11 Mrd. gegenüber dem Jahresende 2024 auf nunmehr EUR 89,8 Mrd. Dieser Anstieg sei vor allem auf das Wachstum des Kreditportfolios, eine höhere Anzahl an gehaltenen Anleihen im Liquiditätsportfolio sowie einen größeren Bestand an Barreserven bei der Zentralbank als Teil des Liquiditätspuffers zurückzuführen. Refinanzierungsseitig hat die Agency in H1/2025 Finanzmittel i.H.v. EUR 7,4 Mrd. am internationalen Kapitalmarkt aufgenommen – davon rund 34% durch die Emission von SDG Housing Bonds. Damit habe die NWB bereits über 60% ihres angestrebten Fundingziels von EUR 11-13 Mrd. (im Mittel: EUR 12 Mrd.) für dieses Jahr eingesammelt. Zuletzt zeigte sich der Kommunalfinanzierer in der vergangenen Woche mit der Emission eines hauseigenen Water Bonds am SSA-Primärmarkt. Platziert wurden EUR 1 Mrd. (7y) zu ms +31bp (Guidance: ms +33bp area, Orderbuch: EUR 5 Mrd.) (vgl. Wochenpublikation vom 24. September). Das strategische Ziel der Bank sieht darüber hinaus vor, dass perspektivisch ein Drittel aller emittierten Anleihen ein ESG-Label tragen sollen. Für die Zukunft geht die NWB davon aus, dass der Investitionsbedarf zur Bewältigung gesellschaftlicher Herausforderungen in den kommenden Jahren deutlich steigen wird, ebenso wie die Finanzierungsnachfrage seitens der Kunden. Vor diesem Hintergrund dürfte das Kreditportfolio in H2/2025 weiter anwachsen.

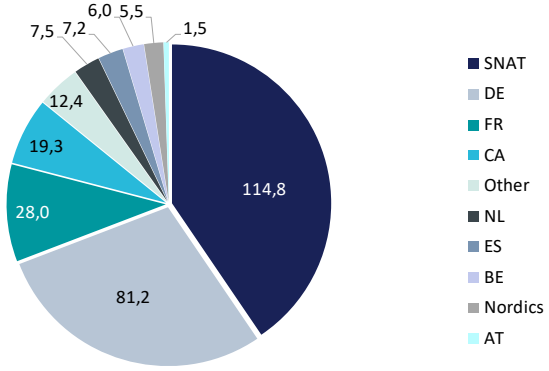
SSA-Primärmarktaktivität zum Stand Ende Q3/2025

Im Rahmen unserer heutigen Ausgabe werfen wir einen kurzen Blick auf das bisherige unterjährige Geschehen am SSA-Primärmarkt: Zum Stand Ende September beläuft sich das Neuemissionsvolumen an EUR-Benchmarkanleihen auf EUR 283,2 Mrd. und hat damit das Niveau des Gesamtjahres 2024 mit EUR 282,9 Mrd. bereits übertroffen. Insgesamt wurden 187 Bonds von 95 unterschiedlichen Emittenten am Markt platziert. Die Nachfrageseite in Gestalt der kumulierten Orderbücher ist dabei ebenfalls bemerkenswert: Am aktuellen Rand liegt der Wert bei EUR 1.734,7 Mrd. Bis zum Jahresultimo gehen wir davon aus, dass das bisherige Rekordniveau noch übertroffen werden dürfte (2021: EUR 1.831,2 Mrd.). Den Löwenanteil des Neuemissionsvolumens brachten die Supranationals auf die Waage: Unter dem Strich EUR 114,8 Mrd. (39 Anleihen) und damit knapp 41% des Gesamtbetrags ging auf diese Gruppe zurück. Mit etwas Abstand dahinter rangieren die deutschen Länder, Agencies und Kommunen mit einem Neuemissionsvolumen von in Summe EUR 81,2 Mrd. (73 Bonds). Französische Emittenten komplettieren das Spitzentrio mit aggregiert EUR 28 Mrd., verteilt auf 20 ISINs. Insbesondere Agencies aus der „Grande Nation" standen jüngst aufgrund der Verschlechterungen des Risikogewichts im Zuge des Rating-Downgrades des Zentralstaats im Fokus (vgl. Wochenpublikation vom 24. September). Hinsichtlich der einzelnen Emittenten hat die EU mit EUR 38,0 Mrd. (sechs Anleihen) betragsmäßig am meisten Kapital eingesammelt, gefolgt von den weiteren traditionellen Schwergewichten EIB (EUR 31,0 Mrd.; sieben Bonds) sowie KFW (EUR 22,0 Mrd.; sechs ISINs). Im für Investoren und Emittenten gleichermaßen wichtigen ESG-Segment kamen von Januar bis September insgesamt EUR 88,6 Mrd. an den Markt, verteilt auf 60 Transaktionen. Der ESG-Anteil am gesamten Neuemissionsvolumen liegt damit bei circa 31%. Green Bonds dominieren das Geschehen dabei deutlich mit in Summe EUR 44,1 Mrd. (50%), gefolgt von Nachhaltigkeitsanleihen (EUR 22,3 Mrd.; 25%). Soziale Wertpapiere machten indes mit EUR 11,5 Mrd. (13%) den geringsten Anteil aus. Taps sind traditionell in unserem „großen" Datenkranz nicht inkludiert, allerdings stets eine Betrachtung wert: Zum Stand Ende September haben die Emittenten in unserer Coverage insgesamt EUR 92,3 Mrd. über 48 Aufstockungen bestehender Anleihen aufgenommen. Das Gros in dieser Hinsicht geht dabei auf die EU zurück, welche im Rahmen von Auktionen und Syndizierungen EUR 78,9 eingesammelt hat. Für die verbleibenden Monate bis Jahresende gehen wir davon aus, dass sich das Tempo am Primärmarkt kontinuierlich verlangsamen dürfte. Die anstehenden Fälligkeiten im IV. Quartal belaufen sich auf EUR 46,4 Mrd., wovon allerdings nicht alles refinanziert werden dürfte.

Emissionsvolumen im Jahresverlauf



Emissionsvolumen nach Jurisdiktionen (EUR Mrd.)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

CAF: Inselstaat Grenada wird neuer Anteilseigner

Die lateinamerikanische Entwicklungsbank Corporación Andina de Fomento (Ticker: CAF) ist um einen weiteren Anteilseigner reicher und erweitert diesen Kreis um den karibischen Inselstaat Grenada. Mit dem nun offiziell abgeschlossenen Prozess der Aufnahme Grenadas wächst die Zahl der CARICOM-Mitgliedstaaten (Caribbean Community and Common Market) unter den nunmehr 24 Anteilseignern der CAF auf sechs. Seit 2021 hat die CAF seine Mitgliederzahl kontinuierlich erweitert: Neben der Wiedereingliederung Chiles wurden die Dominikanische Republik, Honduras, El Salvador und Costa Rica aufgenommen sowie der Beitritt Guatemalas genehmigt. Grenadas Aufnahme ist nun ein weiterer Schritt im Rahmen des wachsenden Engagements der CAF in der Karibik. Zuvor traten bereits die Bahamas im November 2024, Antigua und Barbuda im Mai 2025 sowie St. Lucia nach dem Beschluss des CAF-Verwaltungsrats im Juni 2025 bei. Weitere Länder aus Lateinamerika und der Karibik befänden sich am aktuellen Rand zudem in unterschiedlichen Phasen des Beitrittsprozesses.

Hessischer Investitionsfonds: Kommunen erhalten Rekordunterstützung

Anfang September hat der hessische Finanzminister Dr. R. Alexander Lorz die Darlehensförderung des Hessischen Investitionsfonds für 2025 veröffentlicht. Über verschiedene günstige Kreditformen sollen in diesem Jahr 151 kommunale Projekte mit insgesamt rund EUR 362 Mio. gefördert werden. Die Kreise, Städte und Gemeinden des Landes erhalten damit mehr Kapitel denn je aus dem bereits im Jahr 1970 aufgesetzten Sondervermögen.

Berlin: Haushaltskonsolidierung bleibt eine langfristige Aufgabe

Auf Vorlage von Finanzsenator Stefan Evers hat der Senat des Landes Berlin (Ticker: BERGER) Anfang September die Finanzplanung für die Jahre 2025 bis 2029 beschlossen. Vor dem Hintergrund des derzeitigen wirtschaftlichen Umfelds in Deutschland stehe das Budget im Zeichen schwieriger Rahmenbedingungen, denn die strukturelle Wachstumsschwäche würde sich laut Pressemitteilung negativ auf den Landeshaushalt auswirken. Zudem sehe sich die Bundeshauptstadt mit einer Vielzahl an Herausforderungen konfrontiert: Neben aufgezehrten finanziellen Reserven würden die Zinsausgaben weiterhin rasch steigen und auch die Entwicklung der Versorgungsausgaben stelle eine zunehmende Belastung für das Berliner Budget da. Auf dieser Basis sei die Konsolidierung des Landeshaushalts weiterhin dringend erforderlich. Gleichzeitig wolle die Stadt ihren Investitionskurs fortsetzen. Bereits 2026 sollen die geplanten Investitionsausgaben um +24% gegenüber 2025 steigen – von EUR 4,7 Mrd. auf sodann EUR 5,8 Mrd. Des Weiteren würden ab dem kommenden Jahr für Projektfinanzierungen erstmalig die Mittel aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität des Bundes zur Verfügung stehen. Über einen Zeitraum von zwölf Jahren soll Berlin aus dem Topf jährlich rund EUR 435 Mio. bekommen, sodass sich die zusätzlichen finanziellen Ressourcen aus dem Sondervermögen auf rund 5,3 Mrd. beliefen. Nach eigenen Angaben beabsichtigt der Senat, diese Investitionsmittel möglichst rasch abzurufen und umzusetzen. „Die Finanzplanung ist ein strategischer Kompass, nach dem wir unser finanzpolitisches Handeln ausrichten. In der aktuellen Situation heißt das, dem enormen Investitionsbedarf Rechnung zu tragen, aber auch die notwendigen Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen konsequent weiter zu verfolgen. Oberste Prämisse ist dabei, finanzielle Gestaltungsspielräume für die Zukunft zu sichern – ohne die soziale Balance der Stadt zu gefährden. Dafür braucht es Mut und politischen Willen, sowohl auf Bundes- als auch auf Landesebene“, so Finanzsenator Evers.

Erste Emittenten haben ihr Funding für 2025 abgeschlossen

Auch wenn der kalendarische Herbstanfang erst gut eine Woche zurückliegt, wirft das Ende des Jahres bereits seine Schatten voraus. Das zeigt sich nicht nur an den sinkenden Temperaturen, sondern auch daran, dass erste Emittenten ihr Funding für 2025 bereits abgeschlossen haben. So gab die Asian Infrastructure Investment Bank (Ticker: AIIB) im Anschluss an ihre dritte Emission einer USD-denominierten Benchmarkt (3y, USD 2 Mrd., Orderbuch: USD 6,2 Mrd.) in diesem Jahr bekannt, ihre Fundingaktivitäten für 2025 abgeschlossen zu haben. „Wir freuen uns sehr, unser Funding mit einem derart starken Ergebnis abzuschließen“, sagte Domenico Nardelli, Treasurer der AIIB. „In diesem Jahr hat die AIIB neun Benchmark-Emissionen in sieben Währungen durchgeführt – ein Beleg für die außergewöhnliche Unterstützung durch unsere globale Investorenbasis und ihr Vertrauen in die Mission der AIIB.“ Die AIIB war in diesem Jahr darüber hinaus auch (erneut) im EUR-Benchmarksegment aktiv und emittierte im Mai einen Sustainable Development Bonds (7y) im Umfang von EUR 1 Mrd. Der Reoffer-Spread lag bei ms +39bp (Guidance ms +40bp area), das Orderbuch belief sich auf EUR 1,8 Mrd. Zudem hat auch Deutschlands größte Förderbank KfW (Ticker: KFW) ihr Benchmarkfunding für 2025 mit der Emission von EUR 3 Mrd. zu ms +11bp (Guidance: ms +13bp area) in der vergangenen Woche abgeschlossen.

Primärmarkt

Nach den zahlreichen Emissionen der Vorwoche(n) hat der SSA-Primärmarkt in der betrachteten Handelswoche etwas an Dynamik verloren. Dennoch waren die Emittenten nach unserer SSA-Abgrenzung keineswegs untätig. Wir beginnen zunächst chronologisch: Kurz nach Redaktionsschluss betrat – wie in der letzten Ausgabe angekündigt – die niederländische Entwicklungsförderbank Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO, Ticker: NEDFIN) das Parkett und emittierte den ersten Social Bond (5y) unter ihrem kürzlich aktualisierten Framework. Platziert wurden EUR 500 Mio. zu ms +18bp (Guidance: ms +22bp area, Orderbuch: EUR 4,4 Mrd.). Am gestrigen Dienstag nutzte außerdem das Land Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) die Gelegenheit, seinen Refinanzierungsbedarf zu stillen und platzierte EUR 2 Mrd. (7y) zu ms +26bp. (Guidance: ms +28bp area, Bid-to-Cover-Ratio: 1,7x). In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, dass der deutsche Sub-Sovereign seinen Finanzierungsbedarf für das laufende Jahr gemäß der kürzlich veröffentlichten Investorenpräsentation um -15% auf EUR 11,7 Mrd. nach unten korrigiert hat, nachdem dieser zuvor mit EUR 13,7 Mrd. beziffert wurde. Inklusive der gestern begebenen Anleihe hat NRW im laufenden Jahr EUR 11,4 Mrd. an den internationalen Kapitalmärkten aufgenommen und damit zumindest die syndizierten Fundingaktivitäten für 2025 (voraussichtlich) abgeschlossen. Darüber hinaus haben wir erneut einen Emittenten aus Kanada auf dem Notizzettel: Die Provinz British Columbia (Ticker: BRCOL) sammelte EUR 2 Mrd. zu ms +98bp (Guidance: ms +100bp area) ein und wählte bei ihrer Emission eine Laufzeit von 20 Jahren. Demgegenüber entschied sich die Freie und Hansestadt Hamburg (Ticker: HAMBRG) für eine Aufstockung ihrer 2035er-Anleihe, deren Volumen um EUR 250 Mio. guidancegemäß zu ms +32bp erhöht wurde (Orderbuch: EUR 265 Mio.). Für die bevorstehende dritte syndizierte Transaktion in H2/2025 (vgl. Fundingplan) hat die EU zudem einen RfP an die Bankengruppe verschickt. Interessante Neumandatierung: Die Islamic Development Bank (Ticker: ISDB) beabsichtigt die Emission eines grünen Sukuk-Bonds mit einer Laufzeit von fünf Jahren.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
BRCOL	CA	30.09.	XS3197768347	20.0y	2.00bn	ms +98bp	AA+ / Aa1 / A+	-
NRW	DE	30.09.	DE000NRW0P73	7.0y	2.00bn	ms +26bp	AAA / Aa1 / AA	-
NEDFIN	NL	24.09.	XS3192981424	5.0y	0.50bn	ms +18bp	AAA / - / AAA	X

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

Covered Bonds
Teaser: EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Covered Bond Special: Prüfbericht der EBA zum EU-Covered Bond-Rahmenwerk

Nachdem am 23. September die European Banking Authority (EBA) ihren lang erwarteten Bericht zur Überprüfung und Performance der Covered Bond Directive (CBD) vorgelegt hat, wollen wir diese Veröffentlichung zum Anlass nehmen, um im Rahmen eines Covered Bond-Specials die Änderungsvorschläge der EBA in Bezug auf die CBD und andere wichtige Rechtsakte im Covered Bond-Kontext strukturiert vorzustellen. Dies soll in den kommenden Tagen erscheinen und einen detaillierten Einblick in die unterschiedlichen von der EBA analysierten Themenfelder geben. Insbesondere die 29 Empfehlungen der EBA zu Änderungen am Covered Bond-Rechtsrahmen in der EU stehen dabei im Mittelpunkt. Die jetzt abgeschlossene Überprüfung des Covered Bond-Rahmenwerks war bereits in der ersten Fassung der CBD im Artikel 31 angelegt gewesen und umfasst insgesamt 14 Themenschwerpunkte. Im Rahmen unseres Fokusartikels wollen wir vorab einen ersten Blick auf zwei der relevantesten Themenfelder des EBA-Berichts werfen. Zu diesen zählen unserer Ansicht nach die vorgeschlagenen Änderungen in der CBD zu den im Cover Pool zulässigen Deckungswerten sowie das Für und Wider einer Regelung zur Drittstaatenäquivalenz.

In der CBD definierte Deckungsstockwerte

Nach Artikel 6 Absatz 1 CBD können grundsätzlich drei Kategorien von Vermögensgegenständen deckungsstockfähig sein. Die I. Kategorie umfasst alle sieben im Artikel 129 Absatz 1 CRR definierten Arten von Deckungsstockwerten. Darunter bilden Hypothekendarlehen, Kredite an öffentliche Institutionen und Forderungen an Kreditinstitute die drei wesentlichen Assetklassen, ergänzt um durch Pfandrechte besicherte Schiffskredite. Ausschließlich Covered Bonds, deren Deckungsstockwerte der I. Kategorie zuzuordnen sind, können das Label „European Covered Bond (Premium)“ tragen, sofern sie alle weiteren Anforderungen des Artikels 129 CRR, insbesondere Absatz 1a (Limitierung des Anteils der Forderungen an Kreditinstitute) und Absatz 3 (Bewertungsgrundsätze für unbewegliche Vermögensgegenstände), erfüllen. In die II. Kategorie fallen vorwiegend hochqualitative physische Vermögensgegenstände, die entweder durch eine Hypothek, ein Pfandrecht oder eine andere Form von Collateral besichert sind. Dabei handelt es sich u.a. um Flugzeuge, Schiffe, Eisenbahnen sowie Hypotheken, die nicht die Anforderungen des Artikels 129 CRR erfüllen, beispielsweise einen zu hohen LTV aufweisen. Darüber hinaus fallen in die II. Kategorie auch hochqualitative Assets, die ein Exposure gegenüber einer Gegenpartei mit der Befugnis zur Steuererhebung darstellen (u.a. Zentralregierungen) sowie Forderungen gegen eine Gegenpartei, der laufenden Aufsicht über ihre operative Solidität und finanzielle Solvabilität unterliegt (i.d.R. Kreditinstitute oder Versicherungsunternehmen). Unter der III. Kategorie können auch Kredite an öffentliche Unternehmen unter bestimmten Bedingungen als Deckungsstockwerte dienen. Laut Artikel 6 Absatz 4 CBD müssen öffentliche Unternehmen wesentliche öffentliche Dienstleistungen erbringen, einer öffentlichen Aufsicht unterliegen und finanziell solide aufgestellt sein. Die Übersicherungsquote eines solchen Cover Pools muss mindestens 10% betragen.

Problemdarstellung und Änderungswunsch bei den Deckungsstockwerten

Aufgrund der Definition der Deckungsstockwerte für die I. und II. Kategorie, die ausschließlich in der CBD erfolgt, ergibt sich ein heterogenes Bild in der Ausgestaltung der Richtlinie in den einzelnen Mitgliedstaaten. Während die sieben im Artikel 129 CRR definierten Assetklassen in allen Mitgliedstaaten der EU verwendet werden dürfen, gilt dies für Assets aus der II. Kategorie nur für die Hälfte und für Vermögensgegenstände aus der III. Kategorie lediglich für sechs EU-Staaten (u.a. Portugal und Slowakei). Ungeachtet der Erlaubnis, Assets aus der II. und III. Kategorie in den Deckungsstock aufzunehmen, werden diese in der Praxis laut der EBA kaum verwendet. Dies ist einer der Gründe, warum die EBA empfiehlt, die II. und III. Kategorie, also die Artikel 6 Buchstabe b) und c) CBD zu streichen und nur noch die sieben im Artikel 129 Absatz 1 CRR definierten Deckungswerte beizubehalten. Neben der geringen Nutzung der II. und III. Assetkategorien sieht die EBA fehlende Aufsichtserfahrung, die unzureichenden Schutzmechanismen für Investoren und die unklare Definition von „High-Quality Assets“ – was zu uneinheitlichen Umsetzungen in den nationalen Gesetzgebungen führt – als problematisch an. Für den Fall einer Streichung beider Kategorien sieht die EBA die Funktionalität des Covered Bond-Marktes als kaum beeinträchtigt an. So hätten Emittenten immer noch die Möglichkeit, Covered Bonds außerhalb des Rechtsrahmens der CBD zu emittieren und damit auch qualitativ schwächere Vermögensgegenstände weiterhin zu finanzieren.

Covered Bond-Strukturen: Klarstellung zu Artikel 9 CBD laut EBA geboten

Covered Bond-Emissionen sind in unterschiedlichen Strukturen möglich. So definiert Artikel 8 CBD die Möglichkeit zur gebündelten Emission von Covered Bonds über eine gruppeninterne Struktur. Die Mitgliedstaaten legen dabei Regeln für die Emission von Covered Bonds unter solch einer Struktur fest, unter der intern begebene Schuldverschreibungen als Deckungswerte für die externe Emission eines anderen Instituts der gleichen Gruppe genutzt werden können. Artikel 8 CBD definiert dabei Mindestanforderungen, darunter die Anforderung, dass die Emission von externen Schuldverschreibungen für Anleger außerhalb der Gruppe bestimmt sein muss. Insgesamt zehn Mitgliedstaaten haben diesen Artikel in nationales Recht umgesetzt, bis auf Dänemark findet er jedoch in kaum einer Jurisdiktion breite Anwendung. In Artikel 9 CBD wird die Übertragung von Deckungswerten einer Gegenpartei auf den Covered Bond-Emittenten geregelt. Dazu müssen insbesondere die Artikel 6 und 12 CBD erfüllt werden. Die Festlegung weiterer Anforderungen liegt im Ermessensspielraum des nationalen Gesetzgebers. Unter Absatz 3 des Artikels 9 CBD können auch Assets von Nicht-Kreditinstituten in den Deckungsstock aufgenommen werden. Während 14 Mitgliedstaaten die ersten beiden Absätze des Artikels 9 CBD in nationales Recht überführt haben, sind es beim Absatz 3 lediglich elf Staaten. Aufgrund strengerer nationaler Vorgaben ist die Verwendung dieses Ansatzes laut der EBA aber stark begrenzt. Insgesamt sieht die EBA die bestehenden Vorschriften der Artikels 8 und 9 der CBD als ausreichend an, identifiziert aber ein mögliches Auslegungsproblem zwischen Absatz 2 und 3 des Artikels 9 CBD. Während Absatz 2 die Übertragung von Finanzsicherheiten nach der Richtlinie 2002/47/EG erlaubt – die sich auch auf Nicht-Kreditinstitute erstreckt – ermöglicht der Absatz 3 die Nutzung von Vermögensgegenständen von Nicht-Kreditinstituten. Die EBA argumentiert, dass, wenn ein Mitgliedstaat beide Absätze umsetzt, Vermögensgegenstände von Nicht-Kreditinstituten über Finanzsicherheiten in den Deckungsstock eingebracht werden können. Als Empfehlung gibt die Aufsichtsbehörde dem Gesetzgeber an die Hand, die Rangfolge zwischen Artikel 9 Absatz 2 und 3 klarzustellen und zu definieren, ob beide Bestimmungen gleichzeitig genutzt werden können.

Einführung eines Drittstaatenäquivalenz-Regimes

Die EBA hat sich ebenfalls ausführlich mit der möglichen Einführung eines Drittstaatenäquivalenz-Regimes beschäftigt. Eine Gleichwertigkeitsregelung für Covered Bonds aus Drittstaaten wäre die Grundlage einer Vorzugsbehandlung in drei relevanten Dimensionen. 1) Bevorzugte Risikobehandlung; 2) Eignung für LCR- bzw. NFSR-Behandlung und 3) Notenbankfähigkeit für Repo-Geschäfte mit der EZB. Marktteilnehmer würden die Einführung eines Drittstaatenregimes begrüßen, da es die Covered Bond-Harmonierung inner- sowie außerhalb der EU vorantreiben und die regulatorische Behandlung gedeckter Schuldverschreibungen verbessern sollte. Insgesamt hat die EBA verschiedene Argumente für und gegen eine Harmonisierung identifiziert. So sieht sie kurzfristige Vorteile vor allem in einer möglichen Diversifizierung der Funding- bzw. Investmentstrategien von Emittenten und Investoren sowie einer Ausweitung des europäischen Rahmenwerks auf Drittländer. Dieser könnte dann als eine Art Vorreiter in diesem Bereich wahrgenommen werden und Covered Bonds als Produkt weltweit stärken. Allerdings identifiziert die EBA in ihrem Bericht auch Risiken einer Einführung eines Äquivalenzregimes, bspw. Reputationsprobleme, die im sich Falle eines möglichen Ausfalls eines Covered Bonds aus einem als „gleichwertig" angesehenen Drittstaat entwickeln könnten. Spillover-Effekte auf den EU-Markt wären mögliche Folgen. Auf weitere Vor- und Nachteile gehen wir in unserem Special ein.

Drei relevante Dimensionen eines Drittstaatenregimes

Für die Ausgestaltung eines Drittstaatenäquivalenzregimes identifiziert die EBA drei relevante Dimensionen. In der ersten Dimension müssten bestimmte Voraussetzungen erfüllt sein, die sich aus den grundlegenden Anforderungen an die Emission gedeckter Schuldverschreibungen (siehe Tabelle), der Reife des Marktes für Covered Bonds in Drittländern und der Zusammenarbeit mit den zuständigen Behörden eines Drittlandes auf dem Grundsatz der Gegenseitigkeit zusammensetzen. Die zweite Dimension umfasst den Umfang der Gleichwertigkeitsprüfung, welche die wesentlichen CBD-Grundsätze umfasst und gleichzeitig klarstellt, wie die Einhaltung von Artikel 129 CRR erreicht werden kann. Die dritte Dimension beinhaltet schließlich die praktischen Schritte des Verfahrens zur Einführung der Regelung. Im Folgenden möchten wir insbesondere auf die Dimensionen zwei (Umfang der Äquivalenzprüfung) und drei (Prozessgestaltung der Einführung) etwas genauer eingehen.

Principles for European CB label	Article (CBD)	Article (Basel)	Description
Nature of the issuer	2	CRE20.33	The issuer is a credit institution established in the applicant country, i.e. an entity the business activities of which include the kind mentioned in Article 4(1)(1) of the CRR (316) and is subject to prudential supervision as well as to supervision for compliance with mandatory covered bond law. The requirement implies equivalence of treatment of unsecured exposures as per Article 119 of the CRR, (317) and it is assessed against the COM Implementing Decision on the equivalence of the supervisory and regulatory requirements of certain third countries and territories for the purposes of the treatment of exposures in accordance with the CCR. (318) The issuer is supervised by a foreign authority whose confidentiality and professional secrecy regime has been deemed equivalent.
Fundamental definition of covered bond	3(1)	CRE20.33	The instrument is a debt obligation that is issued by a credit institution and secured by cover assets to which covered bond investors have direct recourse as preferred creditors in accordance with the applicable insolvency law.

Quelle: EBA, NORD/LB Floor Research

Umfang der Äquivalenzprüfung und Prozessgestaltung der Einführung

Laut Empfehlung der EBA sollte sich eine Äquivalenzbewertung eng an den Grundprinzipien der CBD orientieren – also an zentrale Anforderungen wie eine Dual Recourse-Struktur, öffentliche Aufsicht und Transparenzpflichten. Darüber hinaus sieht der Report auch vor, Covered Bonds aus Drittstaaten eine Vorzugsbehandlung im Rahmen der CRR zu ermöglichen (z.B. niedrigeres Risikogewicht oder die LCR-Anrechenbarkeit). Hierzu müsste der Drittstaat u.a. eine offizielle Liste potenziell CRR-geeigneter Covered Bonds zur Verfügung stellen und zudem eine juristisch geprüfte Bestätigung liefern, dass die Vertragsbedingungen den EU-Standards entsprechen. Dadurch soll auch Investoren in Drittstaaten-Bonds derselbe Schutz zugutekommen wie bei EU-Covered Bonds. Darüber hinaus könnten entsprechende Bonds im Falle einer positiven Prüfung als „European Covered Bonds (Premium)“ vermarktet werden. Der eigentliche Einführungsprozess sollte mit einem formellen Antrag der zuständigen Aufsichtsbehörde der Jurisdiktion an die EU-Kommission beginnen. Konkret erforderlich sind (1) eine Selbstbewertung zur Marktreife, regulatorischen Nähe und Aufsichtsstruktur; (2) eine ins Englische übersetzte rechtliche Dokumentation und (3) eine Absichtserklärung zur Reziprozität ggü. EU-Covered Bonds. Im Anschluss werde seitens der EBA die inhaltliche Äquivalenz anhand festgelegter Kriterien geprüft, während die EU-Kommission die abschließende Entscheidung fällt. Gleichzeitig sieht der Prozess eine enge Zusammenarbeit mit den nationalen Aufsichtsbehörden der EU-Mitgliedsstaaten vor, um Konsistenz und Verlässlichkeit der Anerkennung zu gewährleisten.

Zusammenfassung und Fazit

Zusammenfassend enthält der EBA-Bericht zur Überprüfung und Performance der Covered Bond-Richtlinie eine durchaus umfangreiche Sammlung von Änderungsvorschlägen der Aufsichtsbehörde. Entlang von zwei der relevantesten Themenfelder dieses Berichts haben wir die rechtliche Basis und die für die EBA bei ihrer Entscheidungsfindung relevanten Abwägungsprozesse dargestellt. Dabei fällt auf, dass der EBA an klaren und eindeutigen Definitionen in der CBD gelegen ist, dabei aber auch immer die individuellen Gegebenheiten in den unterschiedlichen Mitgliedsstaaten im Blick behält. So sieht sie u.a. die unklare Definition von hochqualitativen Aktiva als Grund an, um vorzuschlagen, die in Artikel 6 Buchstabe b) und c) definierten Kategorien von Deckungsstockwerten zu streichen. Darüber hinaus appelliert die EBA an die Mitgliedsstaaten, in ihren nationalen Gesetzgebungen eine eindeutige Abgrenzung zwischen primären und sekundären Deckungsstockwerten zu integrieren. Des Weiteren befürwortet die EBA die Einführung eines Äquivalenzregimes für Covered Bonds aus Drittstaaten, um den EU-Markt international zu stärken, Investorenbasis und Kapitalzugang zu verbreitern und globale Standards zu setzen. Vorteile wie eine höhere Nachfrage und Marktintegration überwiegen aus Sicht der EBA mögliche Risiken wie zusätzlichen Wettbewerb oder Reputationsschäden. Voraussetzung sind jedoch strenge Mindeststandards (regulierte Institute, Dual Recourse-Struktur, Marktreife, Reziprozität) und eine enge Prüfung nach CBD- und CRR-Prinzipien. Durch eine erfolgreiche Einführung könnte ein robustes Regime entstehen, das Wachstum und Vertrauen im Covered Bond-Markt langfristig sichert und die EU gleichzeitig als eine Art „Vorreiter“ positioniert. Jetzt liegt der Ball wieder im Spielfeld des europäischen Gesetzgebers, die nächsten Schritte zur Anpassung des Covered Bond-Rechtsrahmens in der EU zu gehen.

SSA/Public Issuers
Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK

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

Einleitung

Sechs Städte aus Nordrhein-Westfalen haben im Februar 2014 die bis damals größte kommunale Gemeinschaftsanleihe in Deutschland platziert. Es war das erste Mal in der Geschichte der Bundesrepublik, dass ein halbes Dutzend Städte eines deutschen Landes gemeinsam an den Kapitalmarkt ging. Deutsche Städte und Gemeinden suchen seitdem neue, aber auch etablierte Formen der Finanzierung, nachdem immer mehr Banken wegen der stetig gesunkenen Renditen aus der klassischen Kommunalfinanzierung per Kredit ausgestiegen sind. Mittlerweile wurden bereits sieben gemeinsame NRW-Kommunalanleihen unter dem Ticker NRWGK begeben, von denen noch vier aktiv sind. Die Zusammensetzung der beteiligten lokalen Gebietskörperschaften variiert dabei von Emission zu Emission. Die Fälligkeiten liegen zum heutigen Stand zwischen Juni 2026 und August 2032 mit Volumina von EUR 125-250 Mio. Die letzte Anleihe im Benchmarkformat wurde im vergangenen Februar fällig. Kommunalanleihen bieten für Städte und Gemeinden eine Reihe von attraktiven Vorteilen: Wie bereits eingangs erwähnt, eröffnet sich ein neuer Refinanzierungskanal, dessen Nutzung bestehende Kreditlinien der Hausbanken schont. Darüber hinaus können über gemeinschaftliche Emissionen Synergieeffekte genutzt werden. Allerdings gibt es auch Herausforderungen bei einer solchen Emission: Fixkosten, Arranger-Fees, Rechtsberatung o.ä. In einigen Fällen kommen auch die Ansprüche an das nachhaltigkeitsbezogene Reporting dazu, wenn die zu platzierende Anleihe im ESG-Format emittiert werden soll. Auch wenn die EZB im Juni 2024 damit begann, die Zinswende nach unten einzuleiten, liegen die Refinanzierungskosten für Kommunen am aktuellen Rand weiterhin auf einem erhöhten Niveau. Dies lässt sich vor allem auf die erfolgten Spreadausweitungen bei Bundeswertpapieren sowie Länderanleihen zurückführen.

Debüt der deutschen Städteanleihe – Ticker: DEUSTD

Ende November 2018 kam es dann zu einer Premiere am deutschen Anleihemarkt: Das emittierte Wertpapier stellte in der Hinsicht ein Novum dar, als dass zum ersten Mal Städte aus verschiedenen Bundesländern gemeinsam unter dem Ticker DEUSTD am Markt aktiv wurden. Die Emittenten Bochum, Celle, Emden, Essen und Saarbrücken waren mit unterschiedlichen Volumina vertreten: So waren Essen (EUR 55 Mio.), Saarbrücken (EUR 55 Mio.) und Bochum (EUR 50 Mio.) am stärksten an der Anleihe beteiligt, während auf Emden (EUR 25 Mio.) und Celle (EUR 15 Mio.) kleinere Teile des Gesamtvolumens von EUR 200 Mio. entfielen. Solche Unterschiede sind in diesem Segment nicht unüblich und wurden beispielsweise auch bei den gemeinsamen Kommunalanleihen aus NRW beobachtet. Trotz eines mit gut EUR 336 Mio. klar überzeichneten Orderbuches wurde die Anleihe nicht aufgestockt. Die hohe Nachfrage spricht dennoch für die Attraktivität von gemeinsamen Städteanleihen als Assetklasse. Als Kupon wurde 1% festgelegt und das Pricing der zehnjährigen Anleihe fiel mit ms +20bp für die Investoren wenige Basispunkte teurer aus als erwartet. Zuletzt (30. September 2025) notierte die Anleihe bei rund 95% des Nominalwerts und die Rendite läge bei knapp 2,6% für heutige Investoren. Hauptabnehmer waren einst Banken und Sparkassen, wobei auch 14% des Volumens im Ausland abgesetzt wurden. Diese neue Form der Anleihe überträgt das Prinzip der Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER) auf kleinere Verwaltungsebenen.

Kommunale Negativspirale: Haushaltsdefizite im Jahr 2024 auf Rekordniveau

Im Jahr 2024 wiesen die deutschen Gemeinden und Gemeindeverbände ein Rekorddefizit i.H.v. EUR -24,8 Mrd. (Kern- und Extrahaushalte) aus. Im Vorjahr betrug der kommunale Saldo noch EUR -6,6 Mrd., womit sich das Defizit im direkten Jahresvergleich fast vervierfachte. Die bereinigten Ausgaben der Kommunen in 2024 stiegen dabei um +12,6% auf insgesamt EUR 400,9 Mrd. Treiber der Ausgabenseite (Kernhaushalte) waren vor allem die Sozialausgaben, welche um +11,7% auf EUR 84,5 Mrd. stiegen. Grund für den Anstieg waren die erhöhten Regelsätze für das Bürgergeld sowie für die Sozialhilfe. Weiterhin belasteten die um +8,9% auf EUR 88,1 Mrd. gestiegenen Personalausgaben die Kernhaushalte, was vor allem auf Tarifsteigerungen und Personalwachstum zurückzuführen war. Die Zinsausgaben legten um +39,2% auf nunmehr EUR 4,1 Mrd. erneut kräftig zu. Die bereinigten Einnahmen der kommunalen Haushalte lagen im Jahr 2024 mit EUR 376,1 Mrd. zwar um +7,6% höher als im Vorjahr, konnten damit aber den Anstieg der Ausgaben bei Weitem nicht kompensieren. Die Steuereinnahmen stiegen unter dem Strich nur mäßig um +1,5%.

ESG auch bei Kommunen weiterhin auf dem Vormarsch

Bei nachhaltigen Anleihen von einem „Trend“ zu reden, wird der Sache weder in Ausprägung noch Relevanz gerecht. Fakt ist: Nachhaltigkeit ist auch bei Kommunen auf dem Vormarsch und diese Entwicklung begrüßen wir. Die niedersächsische Landeshauptstadt Hannover (Ticker: HANNOV) machte es im Jahr 2018 vor: Mit einem Green & Social Schuldscheindarlehen (SSD) sammelten die Hannoveraner EUR 100 Mio. (30y) am Kapitalmarkt ein und investierten die Erlöse ausschließlich in den städtischen Gebäudebestand. Im vergangenen Mai emittierten die Niedersachsen sodann ihren zweiten ESG-Schuldschein i.H.v. EUR 250 Mio. Mit den Investoren wurden dabei Laufzeitenbereiche zwischen 12 und 30 Jahren vereinbart. Auch in Bayern sind nachhaltige kommunale Wertpapiere mittlerweile etabliert: Im Jahr 2020 platzierte die Stadt München (Ticker: MUENCH) ihre erste sozialen Städteanleihe. Das Volumen betrug EUR 120 Mio. (12y) und diente dazu, bezahlbaren Wohnraum zu sichern. Im Juni 2024 entschieden sich die Münchener dazu, ihre Präsenz im ESG-Segment mit einem Green Bond (7y) i.H.v. EUR 300 Mio. auszuweiten (Reoffer-Spread: ms +47bp). Aus NRW war es die Stadt Münster (Ticker: MUENST), welche im September 2022 als erste erfolgreich einen grünen Schuldschein für ökologische und soziale Investitionen am Markt platzieren konnte. Aufgrund des hohen Interesses entschied sich die Stadt dazu, das Volumen von ursprünglich geplanten EUR 100 Mio. auf EUR 140 Mio. aufzustocken. Im Mai 2024 folgte der zweite Green Bond im Umfang von EUR 170 Mio. Mittlerweile zählt auch die Stadt Köln (Ticker: KOELNC) zu den Emittenten grüner Kommunalanleihen. Nachdem die Domstädter im Dezember 2022 ihr Konzept zur Platzierung eines Green Bonds konkretisiert hatten, erfolgte die Emission im Februar 2024 (Volumen: EUR 150 Mio.). Im April 2025 reihte sich die Stadt Offenbach in den kleinen kommunalen ESG-Kreis ein und emittierte als erste Gemeinde in Hessen ein grünes SSD i.H.v. EUR 136,5 Mio.

Datenbasis der DEUSTD-Teilnehmer

Im Folgenden werfen wir einen Blick auf bisherige Transaktionen sowie die an der ersten bundesländerübergreifenden Städteanleihe beteiligten Körperschaften. Hierbei werden ökonomische Kennzahlen, Haushaltsdaten sowie Angaben zur Verschuldung herangezogen, welche aus der Statistik vdpKommunalScore von vdpExpertise GmbH stammen. Um zu vermeiden, dass es aufgrund verschiedener Rechnungslegungsgrundlagen (kameral und doppisch) zu Unstimmigkeiten kommt, werden bei den laufenden Einnahmen und Ausgaben der Körperschaften mit kameraler Rechnungslegung Bereinigungen vorgenommen. Kalkulatorische Größen, Übertragungen vom Verwaltungs- zum Vermögenshaushalt und Soll-Fehlbeträge des Verwaltungshaushaltes werden nicht berücksichtigt.

Ökonomische Kennzahlen und Strukturkennzahlen

Einwohnerzahlen	2019	2020	2021	2022	2023
Kreisfreie Stadt Bochum	365.587	364.454	363.441	365.742	366.385
Amtsfreie Gemeinde Celle	69.540	69.399	69.279	70.138	70.293
Kreisfreie Stadt Emden	49.913	49.874	49.523	50.535	50.659
Kreisfreie Stadt Essen	582.760	582.415	579.432	584.580	586.608
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	180.374	179.349	179.634	181.959	183.509

Wachstumsrate Einwohner in %	2019	2020	2021	2022	2023
Kreisfreie Stadt Bochum	0,26%	-0,31%	-0,28%	0,63%	0,18%
Amtsfreie Gemeinde Celle	-0,09%	-0,20%	-0,17%	1,22%	0,22%
Kreisfreie Stadt Emden	-0,56%	-0,08%	-0,70%	2,04%	0,25%
Kreisfreie Stadt Essen	-0,06%	-0,06%	-0,51%	0,89%	0,35%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	-0,20%	-0,57%	0,16%	1,29%	0,85%

Nominales BIP pro Kopf in EUR	2019	2020	2021	2022	2023e
Kreisfreie Stadt Bochum	34.990	34.952	38.124	42.676	*42.676**
Amtsfreie Gemeinde Celle	30.770	30.040	32.949	35.418	*35.418**
Kreisfreie Stadt Emden	75.088	65.332	67.683	71.619	*71.619**
Kreisfreie Stadt Essen	45.158	44.489	46.522	48.277	*48.277**
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	44.709	43.671	46.168	48.598	*48.598**
Deutschland	41.810	40.929	43.481	46.264	*46.264**

Nominales BIP pro Kopf in % bezogen auf Deutschland	2019	2020	2021	2022	2023e
Kreisfreie Stadt Bochum	83,69%	85,40%	87,68%	92,24%	*92,24%**
Amtsfreie Gemeinde Celle	73,59%	73,40%	75,78%	76,56%	*76,56%**
Kreisfreie Stadt Emden	179,59%	159,62%	155,66%	154,81%	*154,81%**
Kreisfreie Stadt Essen	108,01%	108,70%	106,99%	104,35%	*104,35%**
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	106,93%	106,70%	106,18%	105,04%	*105,04%**

Arbeitslosenquote	2019	2020	2021	2022	2023
Kreisfreie Stadt Bochum	8,5%	9,4%	9,1%	8,6%	8,6%
Amtsfreie Gemeinde Celle	5,7%	6,4%	6,0%	5,5%	5,7%
Kreisfreie Stadt Emden	8,2%	9,0%	8,5%	8,2%	8,1%
Kreisfreie Stadt Essen	10,2%	11,0%	10,8%	10,0%	10,5%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	8,8%	10,3%	9,6%	8,8%	9,5%
Deutschland	5,0%	5,9%	6,3%	5,3%	5,7%

Quelle: vdpKommunalScore, Statistisches Bundesamt, NORD/LB Floor Research

** übernommen aus dem Vorjahr*

Strukturdaten

Unter Betrachtung der ökonomischen und strukturellen Kennzahlen der beteiligten Städte werden erhebliche Unterschiede sichtbar. Zum einen variieren diese deutlich im Hinblick auf die Einwohnerzahl, zum anderen in ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit. So ist Essen bezogen auf die Anzahl der Einwohner fast 12-mal größer als Emden, jedoch ist das nominale BIP pro Kopf in der ostfriesischen Stadt, deren Wirtschaft v.a. durch den Autobauer VW und diverse Zulieferer, den Industriehafen, Tourismus sowie dem wachsenden Markt der erneuerbaren Energien geprägt ist, das mit Abstand höchste der fünf Kommunen. Alle Städte konnten in den vergangenen Jahren recht konstante Bevölkerungszahlen – mit einer leicht positiven Tendenz – vermelden. Abgesehen von Emden und Bochum, wo die Arbeitslosenquote leicht zurückging bzw. unverändert blieb, berichteten die übrigen Gebietskörperschaften allesamt von einem Anstieg. Darüber hinaus war die Erwerbslosenquote im Jahr 2023 in fast allen betrachteten Kommunen höher als im Bundesdurchschnitt. Einzig die Arbeitslosenquote in Celle lag mit 5,7% auf dem Niveau des Bundes. Im direkten Städtevergleich weist Celle somit die niedrigste Arbeitslosenquote auf, wohingegen Essen mit 10,5% den höchsten Wert verzeichnete.

Hauswirtschaftliche Kennzahlen

Laufende Einnahmen in EUR Mio.	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kreisfreie Stadt Bochum	1.413,64	1.446,06	1.568,75	1.634,00	1.740,76
Amtsfreie Gemeinde Celle	201,12	181,71	176,90	167,13	178,88
Kreisfreie Stadt Emden	164,79	166,48	186,99	182,45	218,76
Kreisfreie Stadt Essen	3.042,35	3.176,61	3.203,03	3.296,80	3.626,14
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	490,02	552,18	498,23	526,45	572,88

Laufende Ausgaben in EUR Mio.	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kreisfreie Stadt Bochum	1.282,65	1.339,16	1.447,81	1.474,84	1.566,09
Amtsfreie Gemeinde Celle	182,61	148,05	152,49	164,24	173,52
Kreisfreie Stadt Emden	157,47	165,64	175,66	187,73	214,53
Kreisfreie Stadt Essen	2.832,43	2.973,15	3.134,32	3.153,48	3.436,95
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	450,77	451,69	444,90	492,62	555,06

Davon Zinszahlungen in TEUR	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kreisfreie Stadt Bochum	18.706,68	19.831,58	15.793,44	17.097,08	26.826,56
Amtsfreie Gemeinde Celle	3.711,59	3.308,48	3.098,92	2.604,91	2.052,32
Kreisfreie Stadt Emden	-736,13	-1.401,49	-1.678,00	-1.569,75	-609,22
Kreisfreie Stadt Essen	31.330,51	25.627,55	24.170,25	20.682,98	38.290,32
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	10.761,64	10.089,74	9.974,02	9.345,63	7.835,40

Zinszahlungen in % der laufenden Einnahmen	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kreisfreie Stadt Bochum	1,32%	1,37%	1,01%	1,05%	1,54%
Amtsfreie Gemeinde Celle	1,85%	1,82%	1,75%	1,56%	1,15%
Kreisfreie Stadt Emden	-0,45%	-0,84%	-0,90%	-0,86%	-0,28%
Kreisfreie Stadt Essen	1,03%	0,81%	0,75%	0,63%	1,06%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	2,20%	1,83%	2,00%	1,78%	1,37%

Quelle: vdpKommunalScore, NORD/LB Floor Research

Hauswirtschaftliche Kennzahlen

Bedingt durch die Bevölkerungsunterschiede sind auch in den Haushaltsvolumina der Städte große Unterschiede zu erkennen. Dominierend ist erwartungsgemäß Essen, wo sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben 2023 höher waren als in den vier anderen Kommunen zusammen. Bei den Zinszahlungen fällt auf, dass diese im Vergleich zum Vorjahr insbesondere in Essen und Bochum deutlich gestiegen sind. Dies zeigt sich auch in Relation zu den laufenden Einnahmen, wo die Stadt Bochum (1,54%) nun die unrühmliche Spitzenposition von Saarbrücken übernommen hat. Den Gegenpol hierzu bildet Emden, wo in dem betrachteten Zeitraum ausschließlich Zinserträge zu verbuchen waren, wenn auch zuletzt (wieder) auf etwas rückläufigem Niveau.

Verschuldungskennzahlen

Gesamtschulden in EUR Mio.	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kreisfreie Stadt Bochum	1.722,45	1.777,88	1.756,51	1.709,33	1.779,76
Amtsfreie Gemeinde Celle	272,52	269,22	252,32	250,94	264,00
Kreisfreie Stadt Emden	199,03	198,90	219,00	254,80	276,76
Kreisfreie Stadt Essen	3.357,57	3.034,72	3.050,64	3.065,72	3.086,06
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	1.379,02	1.293,66	1.250,96	1.620,69	1.074,70

Schulden pro Einwohner in EUR	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kreisfreie Stadt Bochum	4.711,45	4.878,19	4.833,00	4.673,59	4.857,61
Amtsfreie Gemeinde Celle	3.918,93	3.879,37	3.642,03	3.577,80	3.755,77
Kreisfreie Stadt Emden	3.987,62	3.988,04	4.422,10	5.041,98	5.463,25
Kreisfreie Stadt Essen	5.761,50	5.210,57	5.264,87	5.244,31	5.260,85
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	7.645,36	7.213,10	6.963,96	8.906,88	5.856,40

Schulden in % Gesamteinnahmen	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kreisfreie Stadt Bochum	117,55%	118,70%	108,13%	100,78%	97,58%
Amtsfreie Gemeinde Celle	132,17%	136,56%	131,59%	140,57%	133,25%
Kreisfreie Stadt Emden	117,11%	114,19%	113,65%	133,84%	122,28%
Kreisfreie Stadt Essen	106,44%	92,36%	91,88%	89,50%	82,63%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	276,22%	226,29%	246,59%	303,09%	184,93%

Anteil Kassenkredite in % der Schulden der originären Verwaltung	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Kreisfreie Stadt Bochum	26,75%	25,38%	22,58%	17,40%	16,67%
Amtsfreie Gemeinde Celle	24,43%	22,35%	21,09%	21,03%	26,04%
Kreisfreie Stadt Emden	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,63%
Kreisfreie Stadt Essen	48,46%	42,09%	40,07%	36,83%	33,26%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	61,47%	55,53%	52,83%	48,10%	44,92%

Quelle: vdpKommunalScore, NORD/LB Floor Research

Verschuldungskennzahlen

Die Verschuldung in den fünf betrachteten Städten lag für Bochum, Celle, Emden und Essen für die Periode von 2019-2023 zwischen knapp 85% und 140% der Einnahmen. Demgegenüber war diese Kennzahl in Saarbrücken mit durchschnittlich 247% im Betrachtungszeitraum deutlich höher. 2023 ist es den Saarländern allerdings gelungen, sowohl die Gesamtverschuldung deutlich zu reduzieren als auch die Einnahmen (erneut) zu steigern, sodass die Verschuldung gemessen an den Gesamteinnahmen mit etwa 185% den niedrigsten Wert seit 2019 markierte. Dennoch lag dieser weiterhin deutlich oberhalb des Niveaus der anderen Gebietskörperschaften, die ihre Schuldenquote allesamt ebenfalls verbessern konnten. Interessant ist die Betrachtung der kurzfristigen Verbindlichkeiten in Form von Kassenkrediten: Während Emden diese erstmalig seit 2019 wieder in Anspruch nahm, war der Trend in den weiteren Städten mit Ausnahme von Celle kontinuierlich rückläufig. Wichtig im Kontext von Verschuldung und Schuldentragfähigkeit: **Grundsätzlich sind Kommunen nicht insolvenzfähig.** Eine Zahlungsunfähigkeit einer Kommune ist gem. §128 Abs. 2 GO NRW (Gemeindeordnung für das Land Nordrhein-Westfalen) und §12 Abs. 1 InsO (Insolvenzordnung) nicht möglich. Letztlich haften das Land für die Kommunen und gemäß dem Prinzip der Bundestreue der Bund für die deutschen Länder (implizit).

Erläuterung der nachstehenden Tabelle

Im Folgenden werfen wir einen Blick auf die bisherigen Transaktionen im kommunalen Teilsegment. Nicht enthalten in der Tabelle sind u.a. SSD (sowohl konventioneller Art als auch mit ESG-Label), wie sie bspw. von den Städten Hannover oder Köln begeben wurden. Mit Ausnahme der entsprechenden NRW-Städteanleihen stellen wir bereits fällig gewordene Bonds ebenso nicht mehr in dieser Übersicht dar. Die vorhandene Datenbasis erlaubt nach unserem Dafürhalten dennoch eine adäquate Vergleichbarkeit des Pricings. Insbesondere im Falle der Stadt Dortmund lässt sich im Zeitverlauf deutlich erkennen, wie die Refinanzierungskosten über die vergangenen Jahre hinweg angestiegen sind. Ein Highlight dürfte zudem die letzte Transaktion der Münchener sein: Die bayerische Landeshauptstadt ist die erste deutsche Kommune, welche eine Anleihe im Benchmarkformat emittierte.

Emissionshistorie (ausstehender) deutscher Kommunalanleihen

Issuer	Coupon	Timing	ISIN	Initial Maturity	Initial Spread	Volume
NRW-Städte #1	Fix	06.02.14	DE000A11QCH9	4.0y	ms +35bp	500m*
NRW-Städte #2	Fix	19.02.15	DE000A14KP45	10.0y	ms +50bp	500m
NRW-Städte #3	Fix	10.06.15	DE000A161UQ4	7.0y	ms +40bp	250m
Bochum	Fix	11.05.16	DE000A2AATG1	10.0y	ms +50bp	115m
NRW-Städte #4	Fix	31.05.16	DE000A2AAWM3	10.0y	ms +49bp	125m
Dortmund	Fix	22.03.17	DE000A2E4YF9	10.0y	ms +35bp	140m
NRW-Städte #5	Fix	04.04.17	DE000A2DALY5	10.0y	ms +38bp	250m
Ludwigshafen	Fix	28.11.17	DE000A2GSSS7	10.0y	ms +22bp	150m
NRW-Städte #6	Fix	20.02.18	DE000A2G8VA5	10.0y	ms +24bp	250m
DEU-Städte	Fix	28.11.18	DE000A2LQRG8	10.0y	ms +20bp	200m
Dortmund	Fix	14.10.19	DE000A2YN264	10.0y	ms +17bp	130m
München	Fix	11.02.20	DE000A254SP3	12.8y	ms +15bp	120m
Bochum	Fix	11.11.20	DE000A289FM3	10.0y	ms +23bp	250m
NRW-Städte #7	Fix	24.08.22	DE000A30VKN0	10.0y	ms +25bp	125m
Dortmund	Fix	23.05.23	DE000A351TQ3	7.0y	ms +38bp	110m
München	Fix	18.09.24	DE000A383VA6	7.0y	ms +47bp	300m
Dortmund	Fix	30.02.25	DE000A4DFC81	7.0y	ms +65bp	150m
Bochum	Fix	01.04.25	DE000A4DFSW9	8.0y	ms +68bp	200m
München	Fix	18.09.25	DE000A460N04	9.0y	ms +50bp	500m

* nachträglich aufgestockt um EUR 100 Mio.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Überblick: Kommunalanleihen aus NRW

Ein Blick in den Rückspiegel liefert die wichtigsten Kennzahlen für die sieben bisher begebenen gemeinsamen Kommunalanleihen Nordrhein-Westfalens unter dem Ticker NRWGK. Die achte Anleihe in diesem Format stand im Herbst 2024 in den Startlöchern, kam dann aber nie auf die Schirme. Dabei hätten sich erstmalig sieben Städte zur gemeinsamen Refinanzierung zusammengetan und die Laufzeit des Bonds wäre im neunjährigen Bereich angesiedelt gewesen. Nachdem die Transaktion allerdings mit der Zeit im Sande verlief, entschieden sich zwei der beteiligten Städte – Dortmund und Bochum – im Frühjahr 2025, individuell frisches Kapital am SSA-Primärmarkt einzusammeln.

Gemeinsame NRW-Kommunalanleihen (Ticker: NRWGK)

Gemeinsame Kommunalanleihe #1 (bereits fällig)

Stadt	**Anteil**	**Volumen**
Dortmund	20%	EUR 400 Mio.
Essen	28%	**Kupon**
Herne	8%	1,125%
Remscheid	18%	**Laufzeit**
Solingen	6%	4 Jahre
Wuppertal	20%	**Aufstockung**
Summe	**100%**	Ja
Begeben: Februar 2014		EUR +100 Mio.

Gemeinsame Kommunalanleihe #2 (bereits fällig)

Stadt	**Anteil**	**Volumen**
Bochum	25%	EUR 500 Mio.
Essen	40%	**Kupon**
Herne	10%	1,125%
Remscheid	5%	**Laufzeit**
Solingen	10%	10 Jahre
Wuppertal	10%	**Aufstockung**
Summe	**100%**	Nein
Begeben: Februar 2015		

Gemeinsame Kommunalanleihe #3 (bereits fällig)

Stadt	**Anteil**	**Volumen**
Bielefeld	20%	EUR 250 Mio.
Essen	20%	**Kupon**
Gelsenkirchen	24%	1,25%
Hagen	16%	**Laufzeit**
Remscheid	20%	7 Jahre
Summe	**100%**	**Aufstockung**
Begeben: Juni 2015		Nein

Gemeinsame Kommunalanleihe #4

Stadt	**Anteil**	**Volumen**
Hagen	30%	EUR 125 Mio.
Remscheid	30%	**Kupon**
Solingen	40%	1,00%
Summe	**100%**	**Laufzeit**
		10 Jahre
		Aufstockung
Begeben: Mai 2016		Nein

Gemeinsame Kommunalanleihe #5

Stadt	**Anteil**	**Volumen**
Essen	42%	EUR 250 Mio.
Gelsenkirchen	30%	**Kupon**
Remscheid	16%	1,00%
Solingen	12%	**Laufzeit**
		10 Jahre
Summe	**100%**	**Aufstockung**
Begeben: April 2017		Nein

Gemeinsame Kommunalanleihe #6

Stadt	**Anteil**	**Volumen**
Essen	44%	EUR 250 Mio.
Hagen	16%	**Kupon**
Herne	16%	1,375%
Remscheid	8%	**Laufzeit**
Solingen	16%	10 Jahre
Summe	**100%**	**Aufstockung**
Begeben: Februar 2018		Nein

Gemeinsame Kommunalanleihe #7

Stadt	**Anteil**	**Volumen**
Essen	44%	EUR 125 Mio.
Hagen	32%	**Kupon**
Remscheid	24%	1,95%
		Laufzeit
		10 Jahre
Summe	**100%**	**Aufstockung**
Begeben: August 2022		Nein

Quellen: Emittenten, NORD/LB Floor Research

Jede Stadt haftet entsprechend ihres Anteils

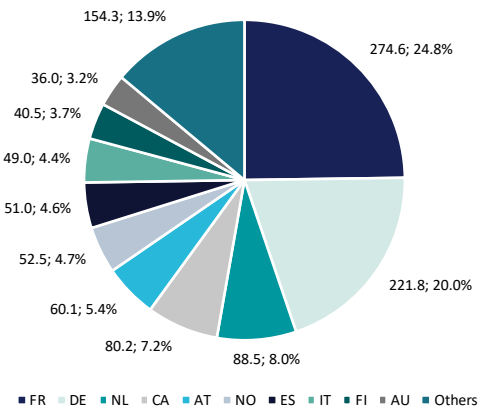
Vermeintlich interessant wird der Fall, wenn ein Schuldner bei der Rückzahlung der Anleihe in Verzug geraten oder zahlungsunfähig werden sollte. Dann ist die Haftung im Verbund der herausgebenden Städte wie folgt geregelt: Gemeinsame Schuldner der Anleihe sind die jeweiligen beteiligten Städte, die nur entsprechend ihres Anteils an der Anleihe haften. Analog zu diesen Anteilen sind auch die Zinszahlungen zu leisten. Davon nicht betroffen zeigt sich die Kreditwürdigkeit für die Städte, wenn innerhalb der Laufzeit oder zum Zeitpunkt der Rückzahlung der Anleihe bei einer der herausgebenden Städte eine finanzielle Schieflage auftreten würde. Aus den zuvor genannten Gründen können keine „finanziellen Probleme“ (im engeren Sinne) entstehen. Kommunen sind zudem nicht geratet, ebenso wie alle gemeinsamen Städteanleihen. Dieses Konstrukt ist für manche Investoren auch die Krux: Oft bedarf jeder Teilnehmer aus dem Emittentenkreis einer gesonderten Prüfung, zudem wechseln die teilnehmenden Kommunen oft von Anleihe zu Anleihe. Ein Wort noch zur regulatorischen Behandlung: Alle deutschen Kommunalanleihen profitieren von einer 0%-Risikogewichtung nach CRR/Basel III, einer Klassifizierung als Level 1-Asset im Kontext der LCR sowie einem präferierten Status nach Solvency II. Damit profitieren sie von denselben regulatorischen Vorzügen wie deutsche Länderanleihen oder Bundesanleihen. Von der EZB werden entsprechende Wertpapiere nach unserer Einschätzung ebenfalls zur Besicherung von Notenbankliquidität akzeptiert. Wir gehen des Weiteren davon aus, dass kommunale Schuldscheindarlehen aus regulatorischer Perspektive identisch behandelt werden wie Kommunalanleihen.

Fazit und Ausblick

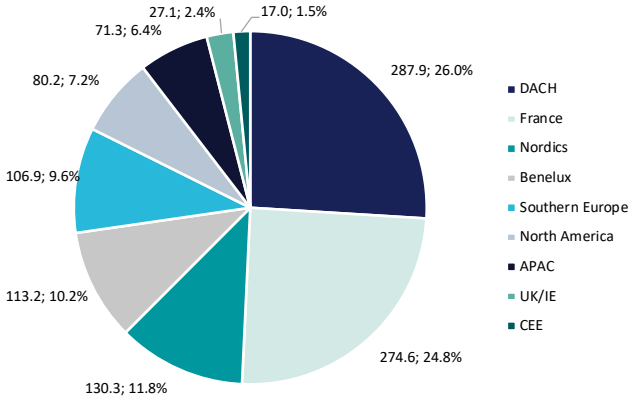
Auch künftig dürften sich Städte oder Kommunen regelmäßig zusammenschließen und gemeinsame Anleihen begeben. Eines der entscheidenden Argumente für die Emittenten dürfte unverändert darin liegen, durch die höheren Emissionsbeträge für eine breitere Anzahl an Investoren interessant zu werden, was sich wiederum günstig auf die Refinanzierungskosten auswirken dürfte. Hinzu kommt, dass der mit einer Stadtanleihe verbundene regulatorische Aufwand sowie entstehende Kosten für die Beteiligten allein oftmals zu hoch ist. Als sinnvolle Alternative dienen daher SSD, welche im Vergleich zu einer Inhaberschuldverschreibung aufgrund der schlanken Dokumentation und dem hohen Bekanntheitsgrad sowie Akzeptanz bei Investoren Vorteile bieten. Wenngleich SSD in den vergangenen Jahren erheblich an Bekanntheit bei internationalen Investoren gewonnen haben, dürften sie immer noch nicht so vertraut sein wie klassische Bonds. Ferner stellen gemeinsam begebene Anleihen häufig einen bürokratischen Aufwand für institutionelle Investoren dar, da diese (je nach interner Richtlinie) für jede beteiligte Kommune eine separate Kreditlinie benötigen. Auch wenn das Volumen der ersten deutschen Städteanleihe über die Ländergrenzen hinweg mit EUR 200 Mio. nicht besonders hoch war, kann doch konstatiert werden, dass der (über)regionale Zusammenschluss von Städten und Kommunen auch künftig funktionieren dürfte. Mit Blick auf ESG-Themen dürften viele Kommunen ohne ein bisher passendes Framework vor ähnlichen Herausforderungen stehen. Dazu kommen die strengen und kostspieligen Reporting-Standards, die die Emission von Wertpapieren in diesem Format auch nach der Platzierung am Markt mit sich bringen. Insgesamt dürfte das ESG-Thema jedoch für weiteren Auftrieb sorgen, da viele Kommunen mit ähnlichen Fragestellungen zu kämpfen haben dürften, um sich zukunftssicher aufzustellen. Nichtsdestoweniger haben Städte wie Hannover oder München hier bereits erhebliche Vorarbeit geleistet, an der sich weitere Kommunen in ihren Planungen orientieren können. Wir gehen somit zukünftig nicht nur von weiteren gemeinsamen Neuemissionen von Städten aus, sondern auch mit frischem Supply im ESG-Segment.

Charts & Figures
Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



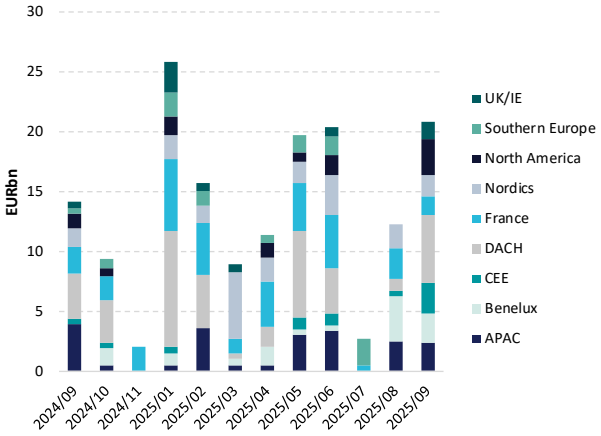
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



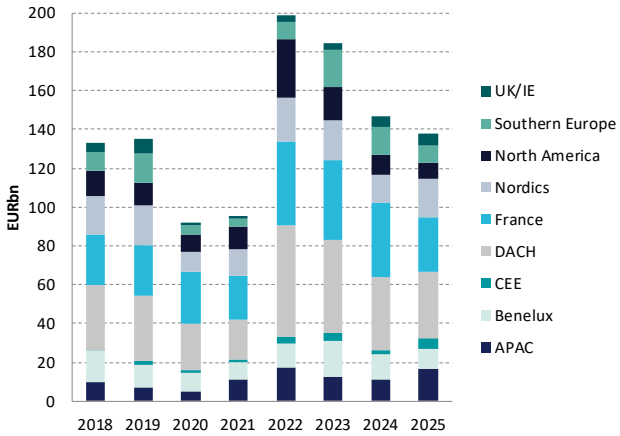
Top 10-Jurisdiktionen

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	274.6	267	37	0.97	9.0	4.5	1.71
2	DE	221.8	311	49	0.66	7.7	3.6	1.74
3	NL	88.5	88	4	0.94	10.1	5.3	1.54
4	CA	80.2	59	1	1.34	5.5	2.4	1.69
5	AT	60.1	99	5	0.60	7.9	3.6	1.68
6	NO	52.5	63	11	0.83	7.0	3.2	1.40
7	ES	51.0	44	4	1.05	10.1	3.4	2.29
8	IT	49.0	63	6	0.75	8.2	3.7	2.15
9	FI	40.5	48	5	0.83	6.6	3.1	1.92
10	AU	36.0	35	0	1.03	7.1	3.3	1.97

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

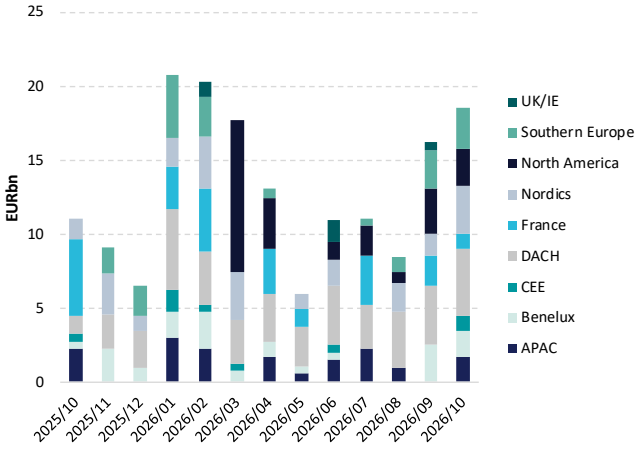


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

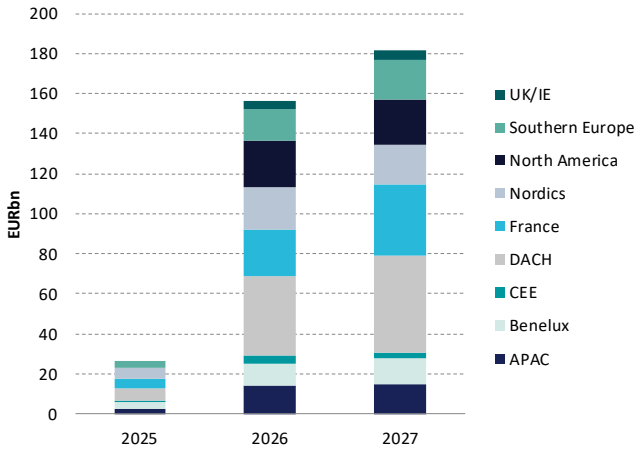


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

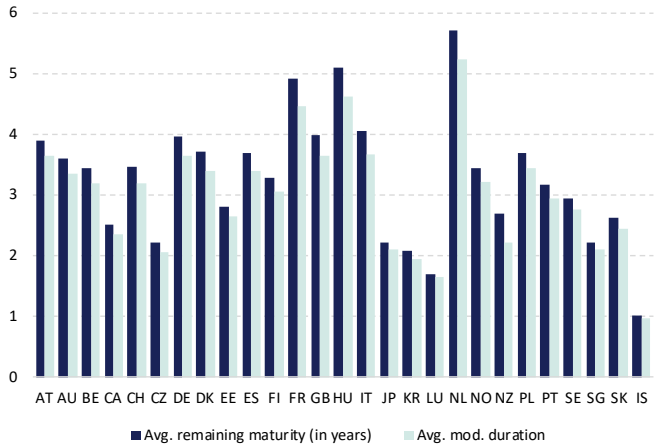
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



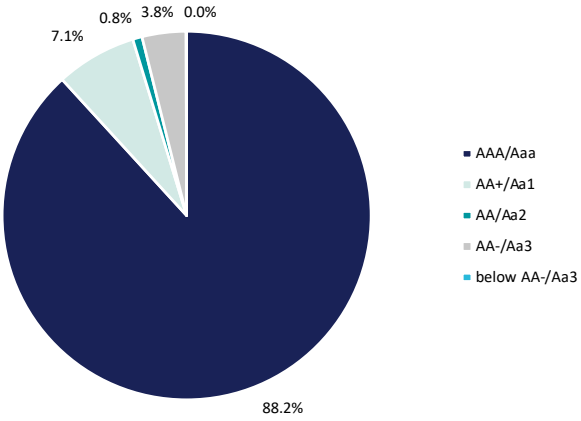
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



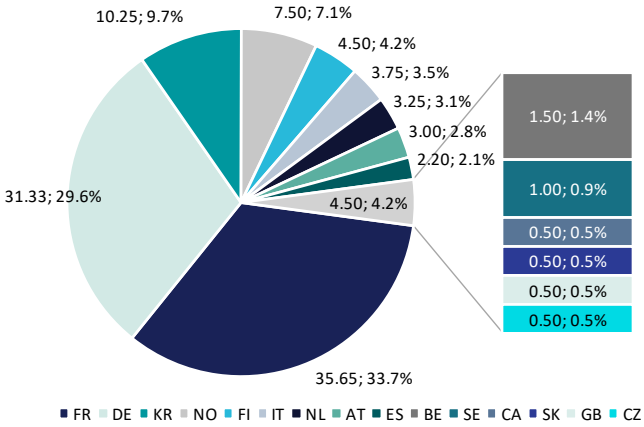
Modified Duration und Restlauzeit nach Land



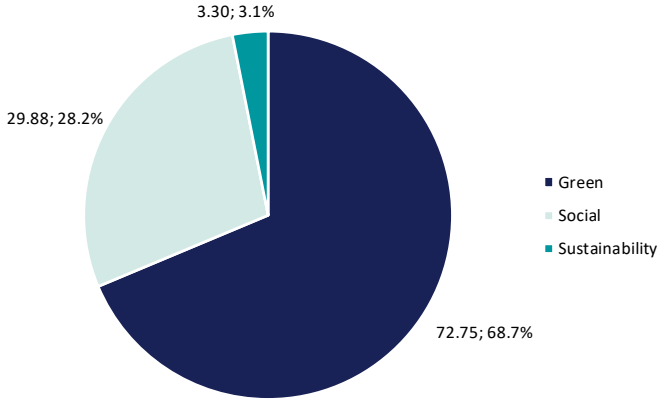
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

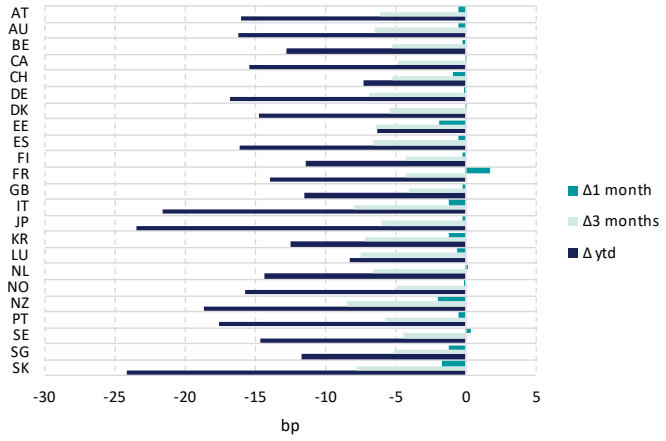


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

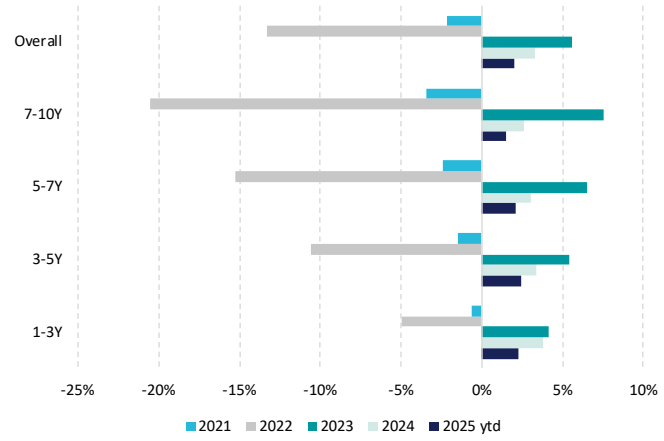


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

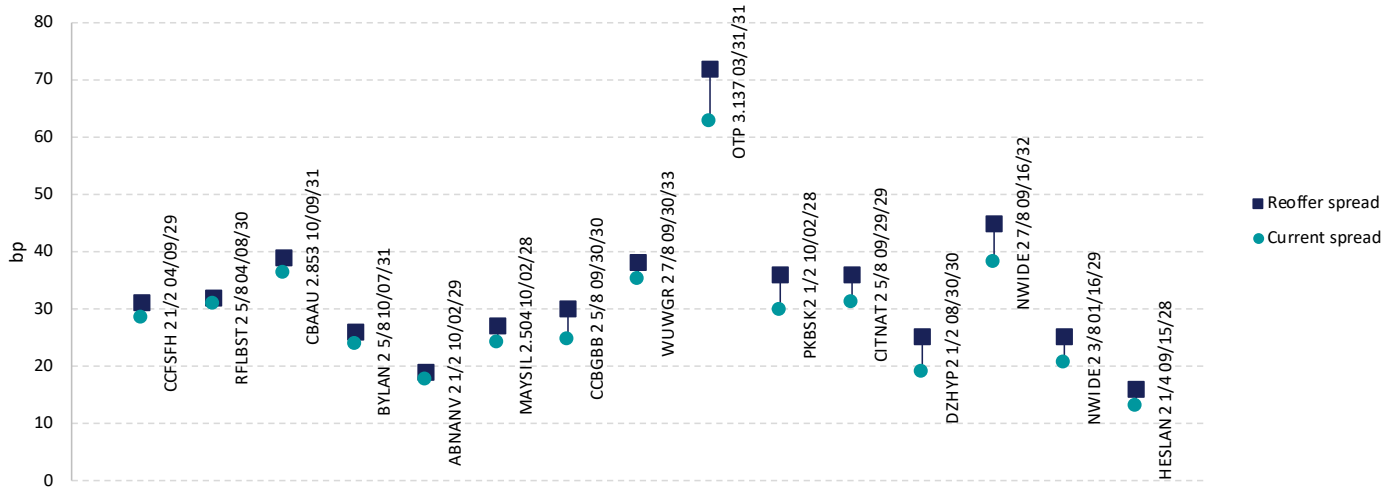
Spreadveränderung nach Land



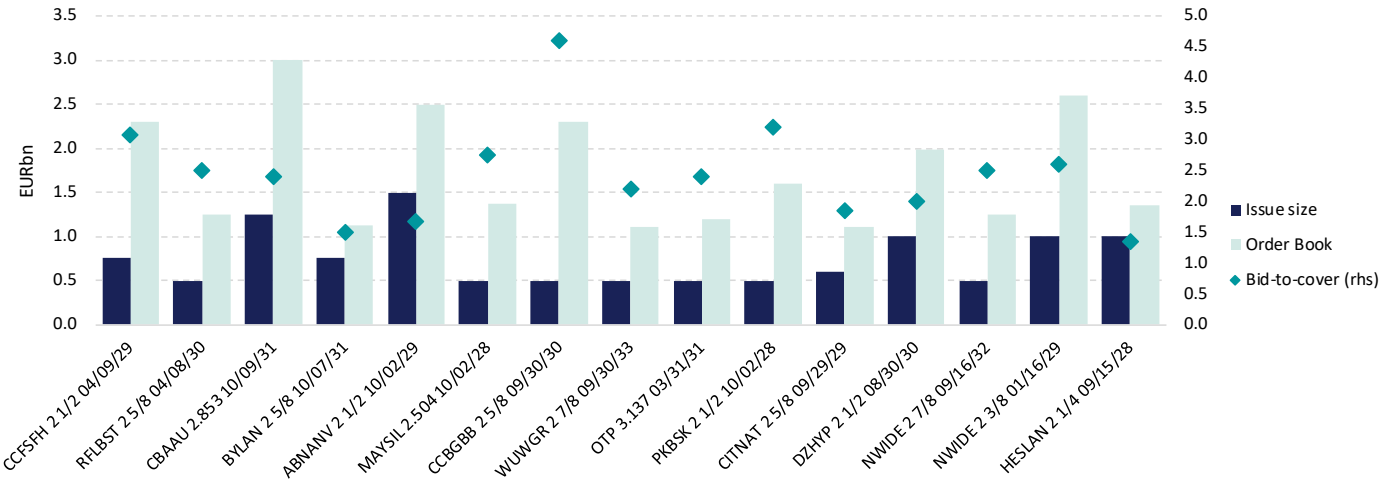
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



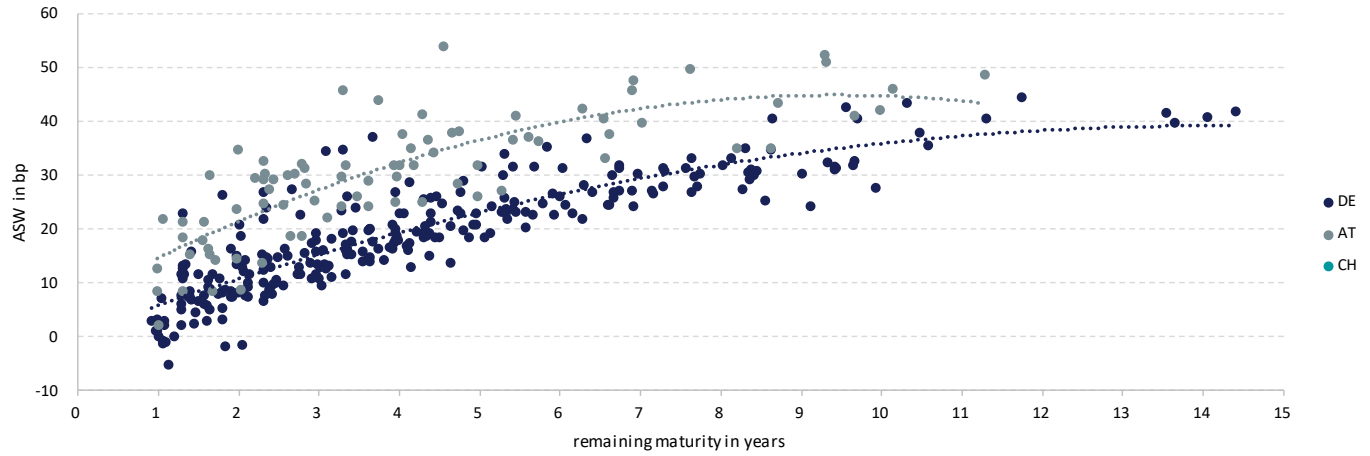
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



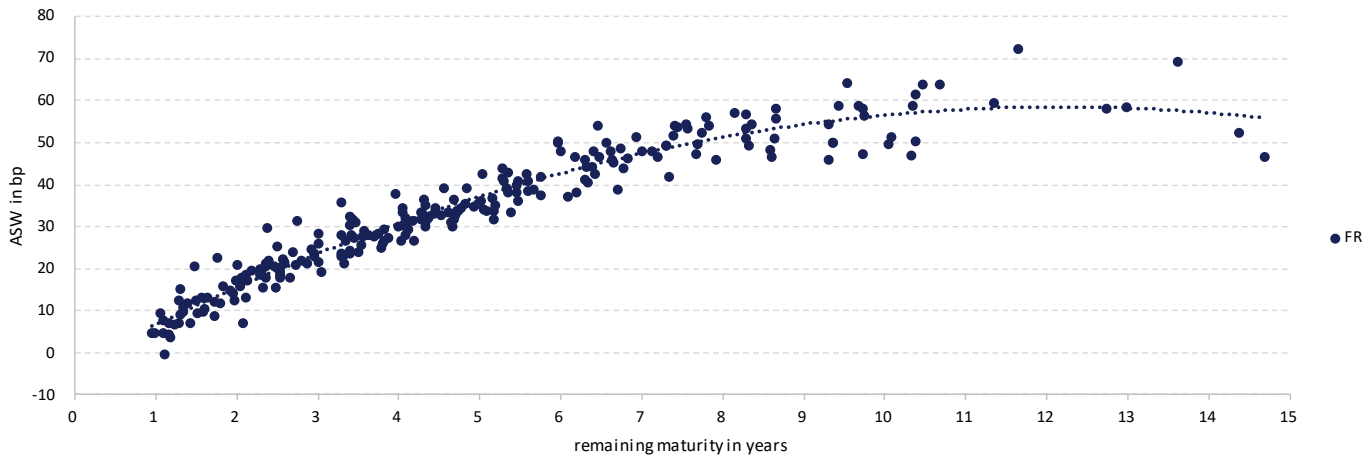
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht[1]

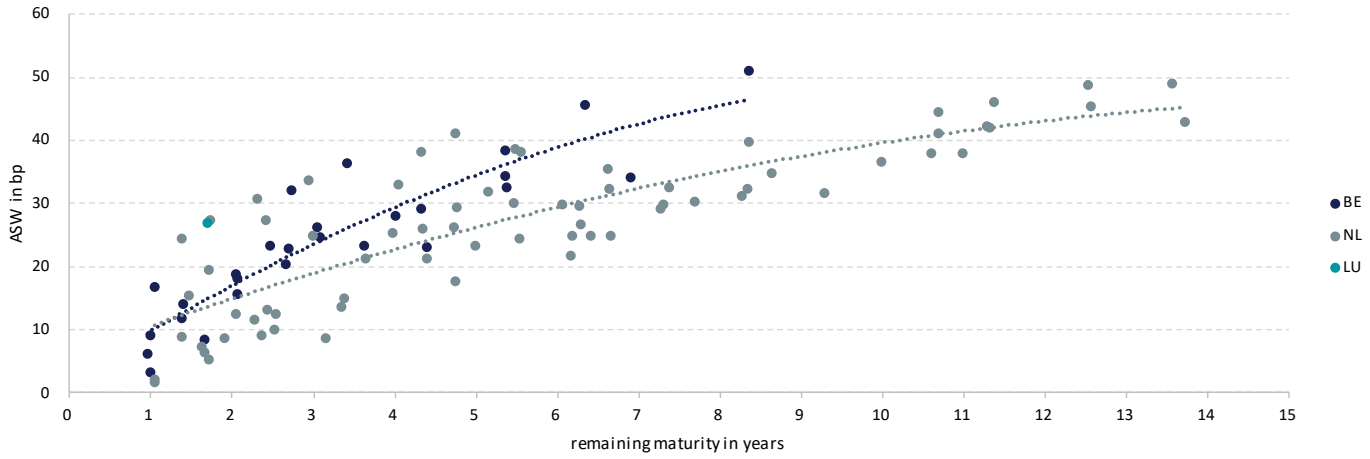
DACH



France

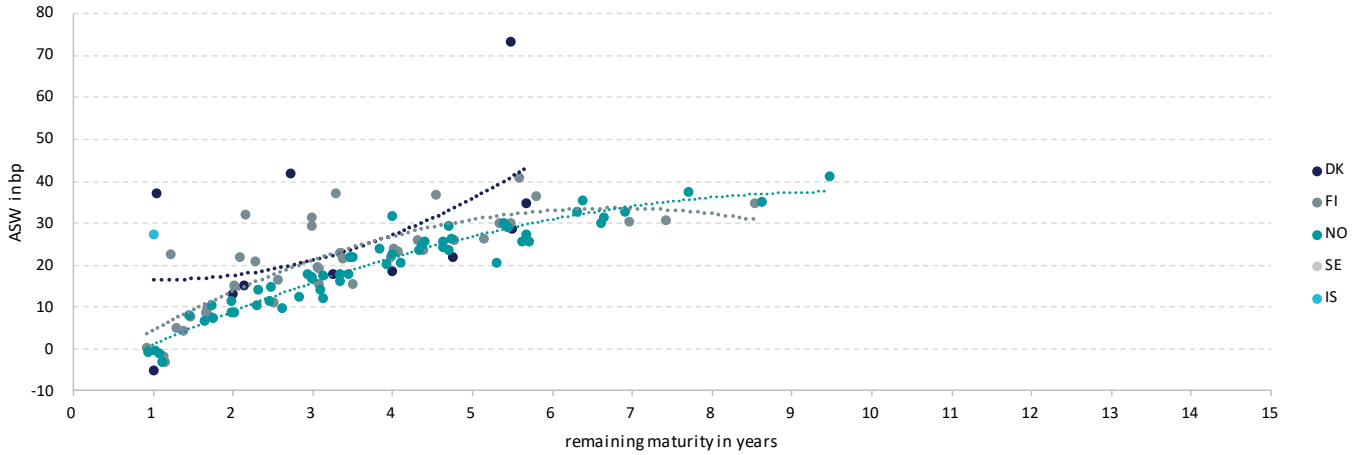


Benelux

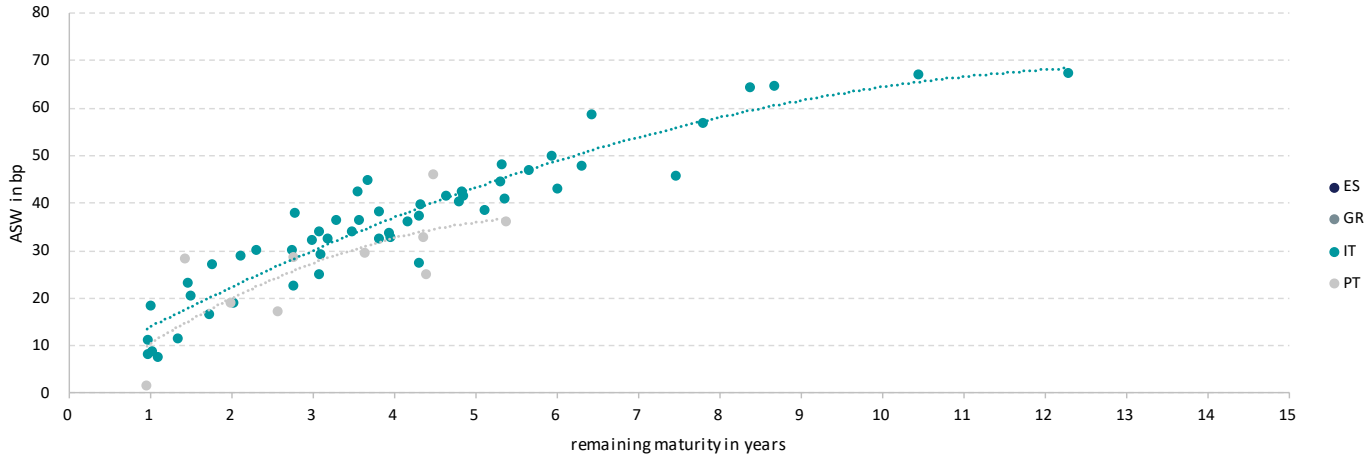


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research [1] Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

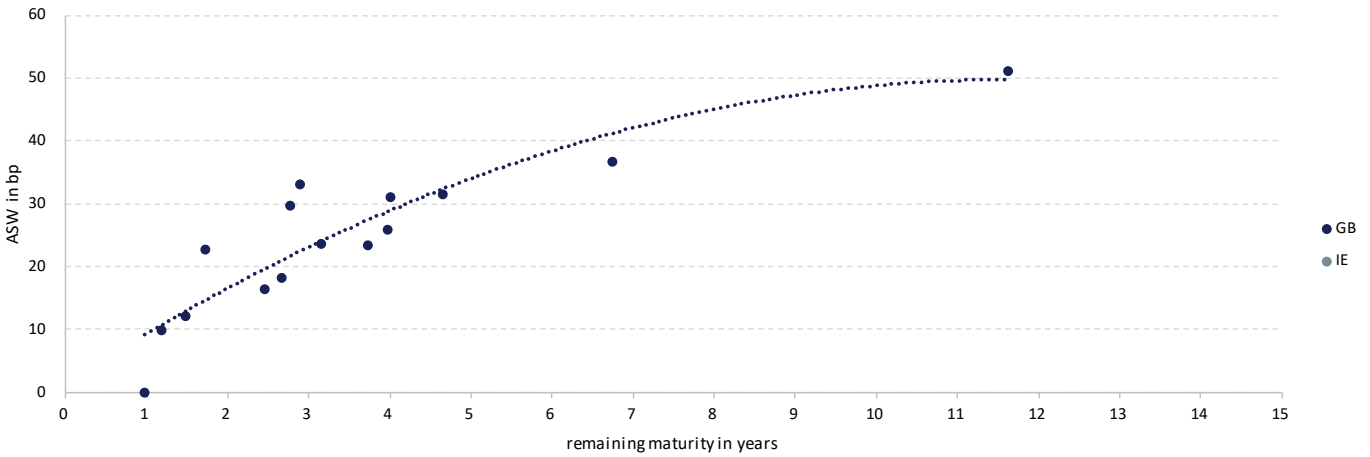
Nordics



Southern Europe

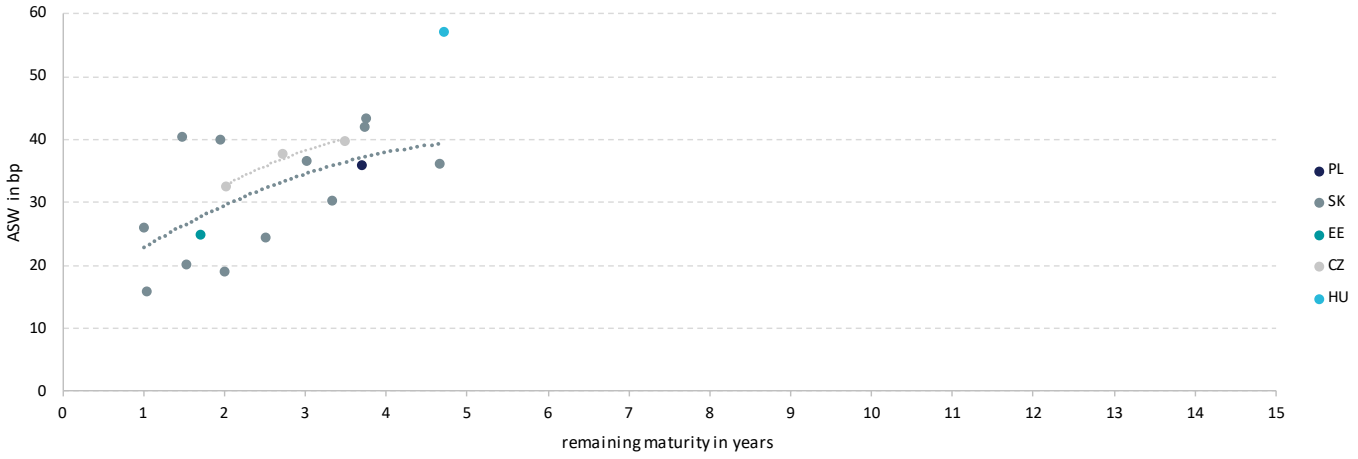


UK/IE

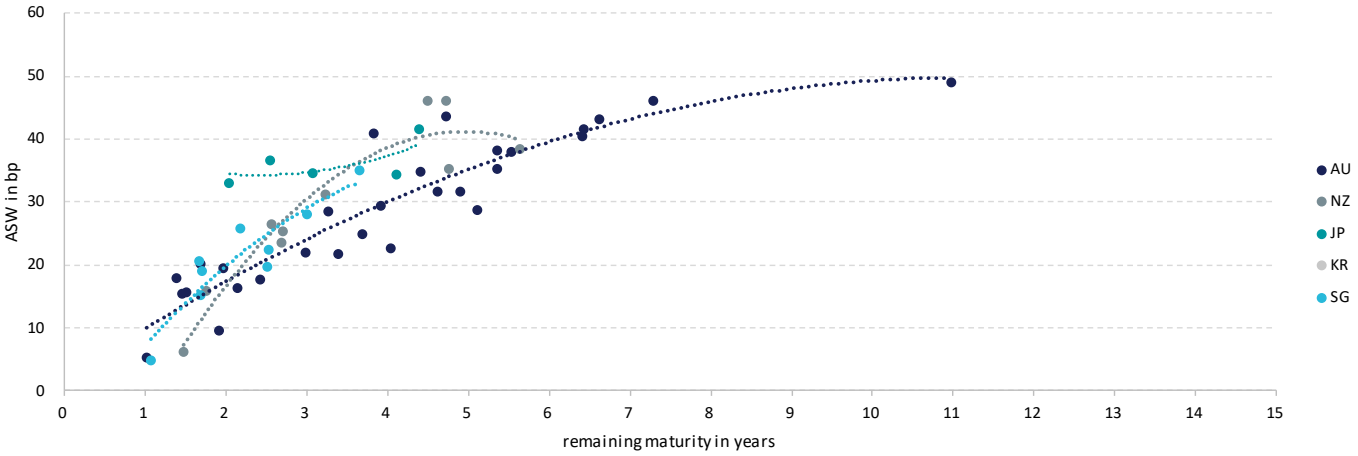


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

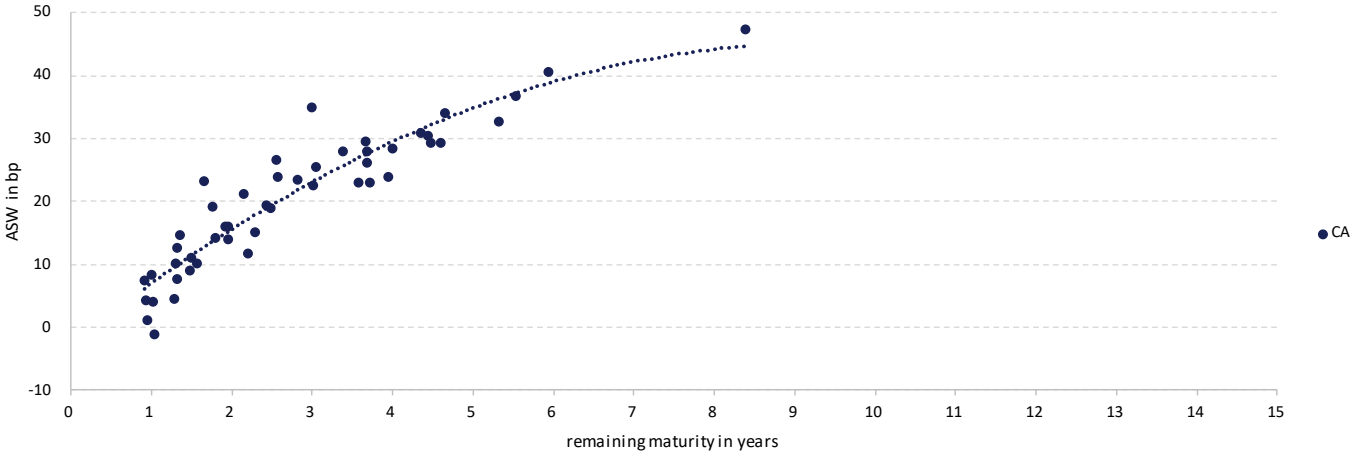
CEE



APAC



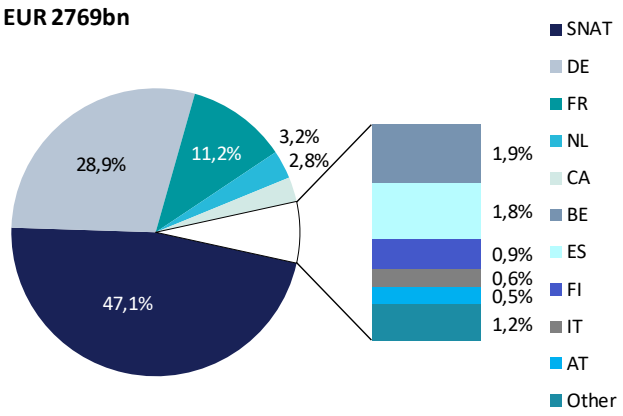
North America



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
SSA/Public Issuers

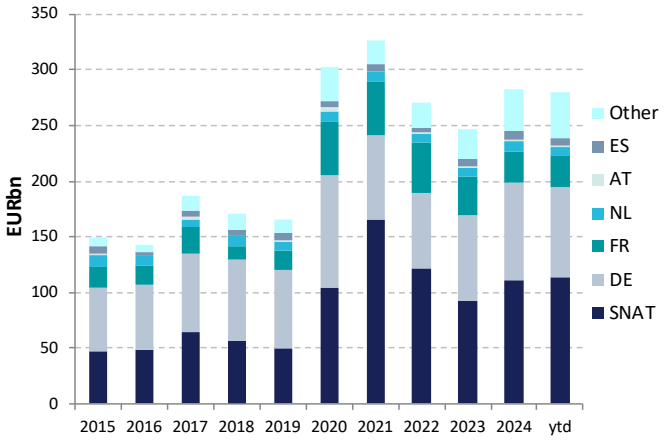
Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen



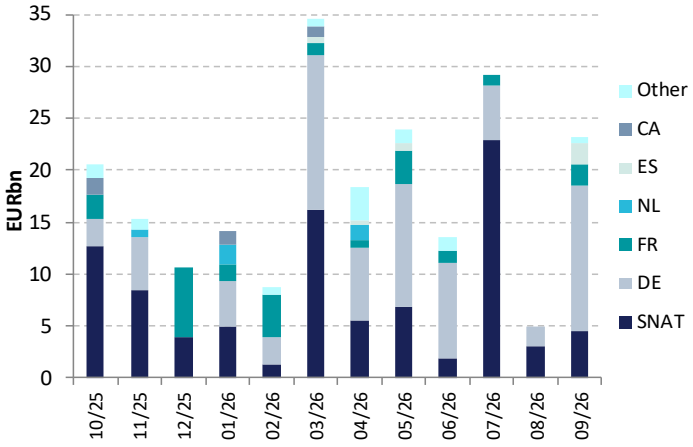
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.303,3	264	4,9	7,6
DE	799,5	607	1,3	5,9
FR	310,7	206	1,5	5,3
NL	88,2	69	1,3	6,0
CA	76,6	69	1,1	6,2
BE	51,3	49	1,0	9,7
ES	50,9	74	0,7	4,9
FI	25,1	26	1,0	4,0
IT	16,6	21	0,8	4,1
AT	14,5	21	0,7	5,3

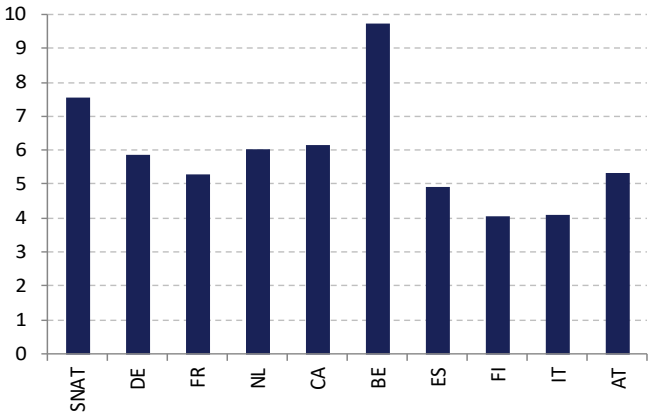
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



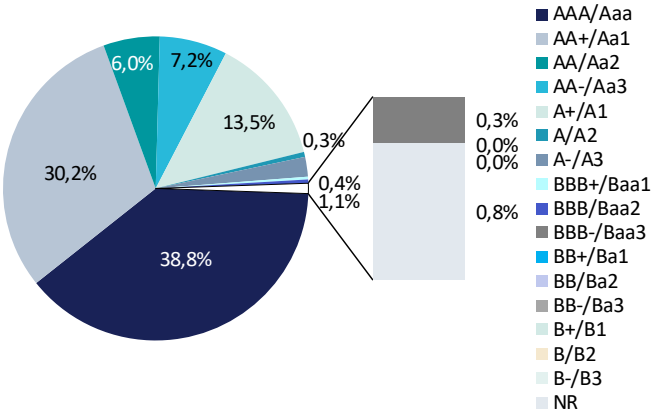
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



Vol. gew. Modified Duration nach Land

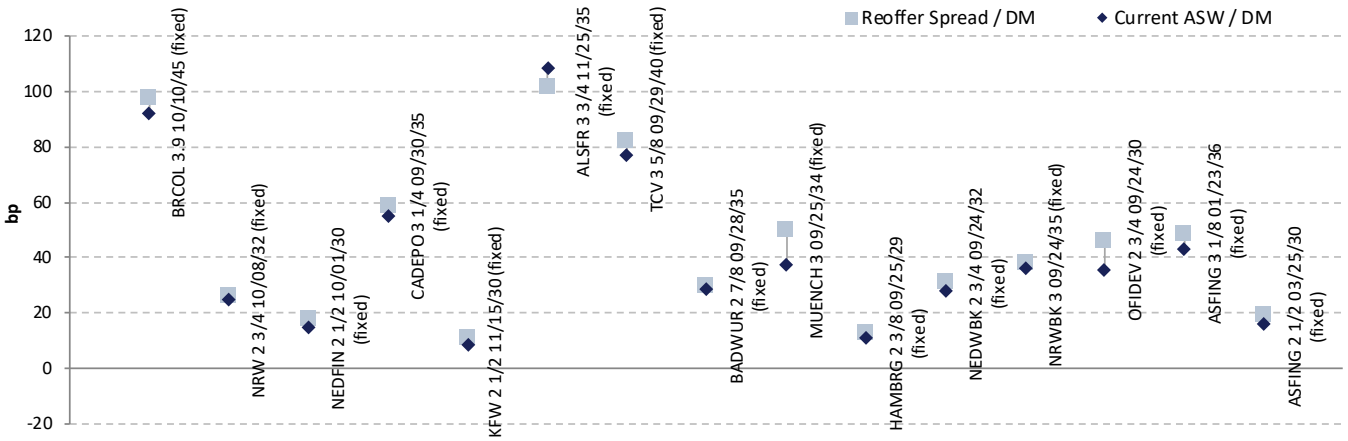


Ratingverteilung (volumengewichtet)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

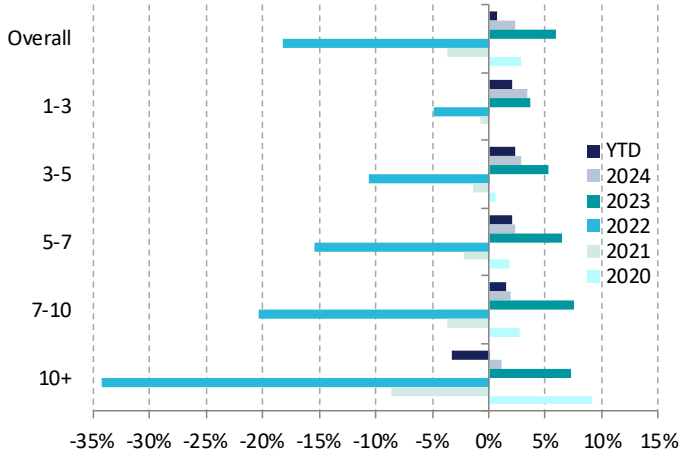
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



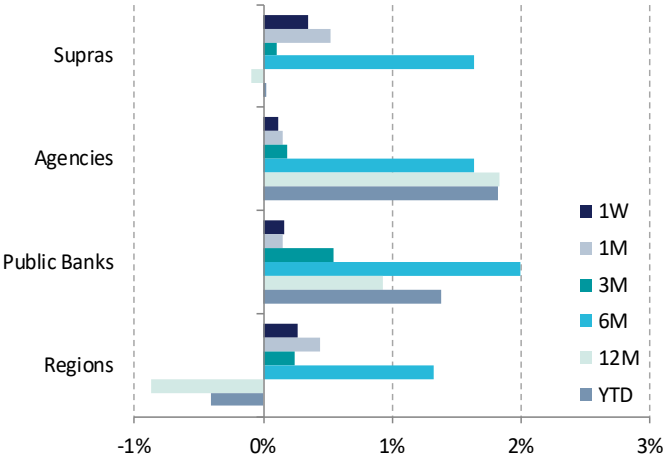
Spreadentwicklung nach Land



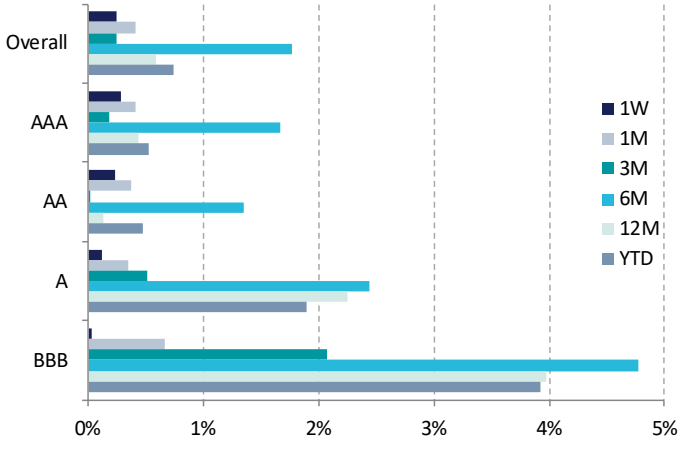
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

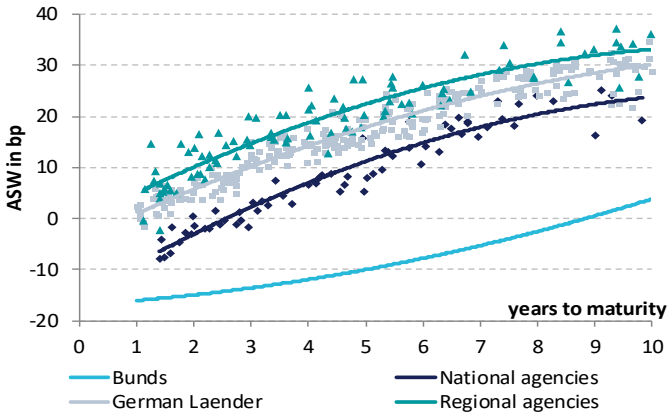


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

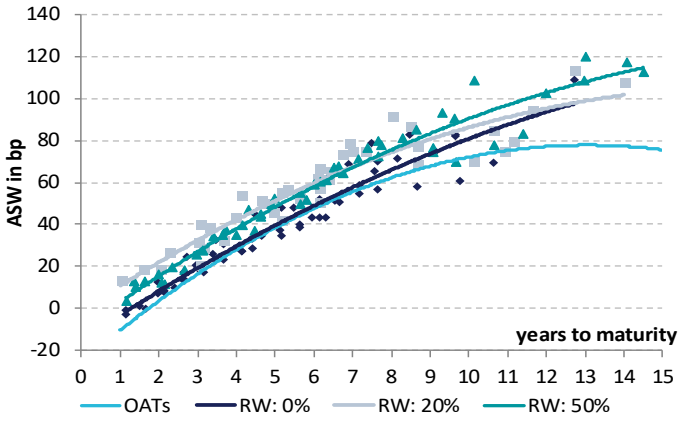


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

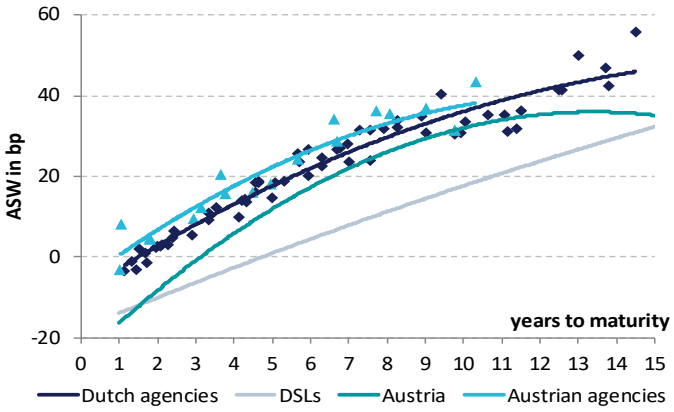
Germany (nach Segmenten)



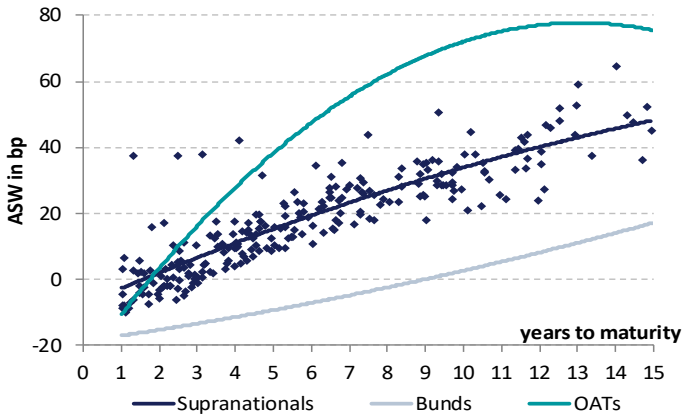
France (nach Risikogewichten)



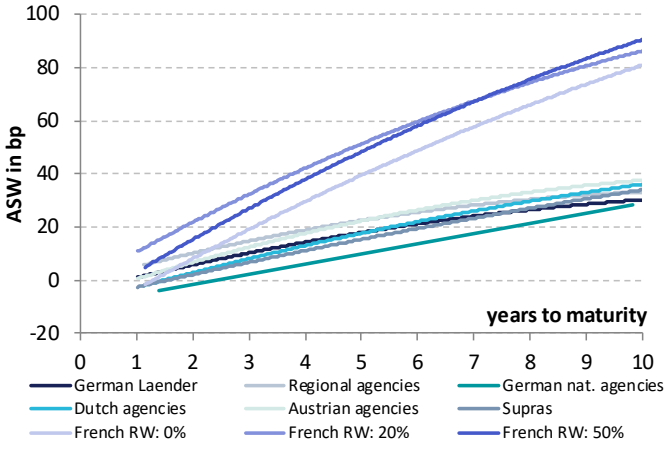
Netherlands & Austria



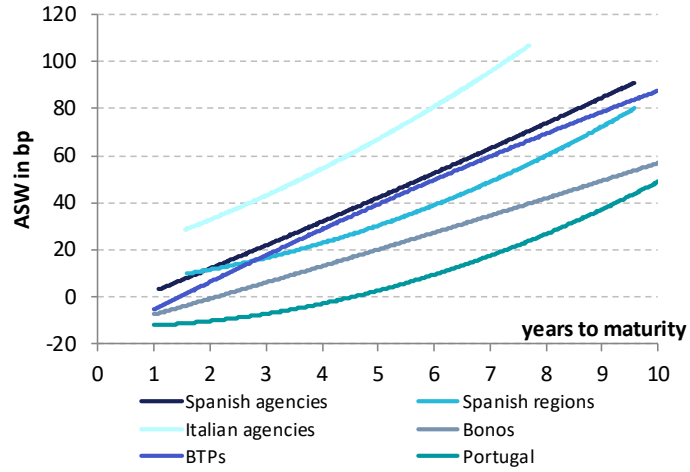
Supranationals



Core



Periphery

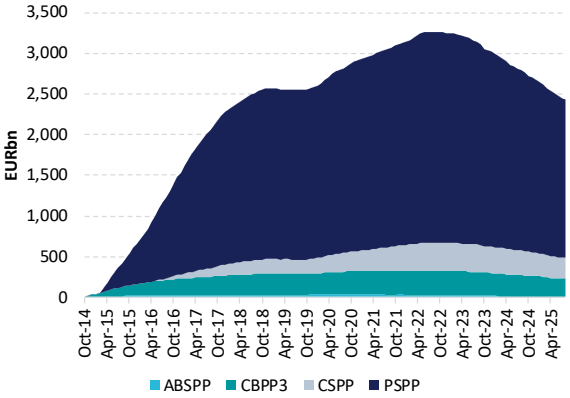


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

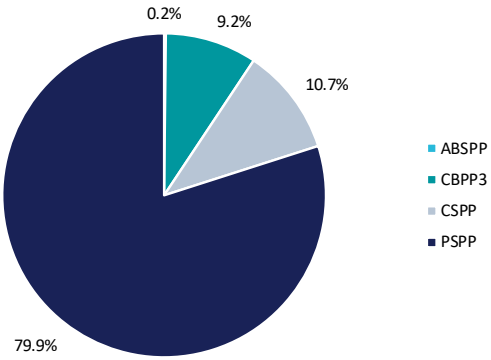
Charts & Figures
EZB-Tracker

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

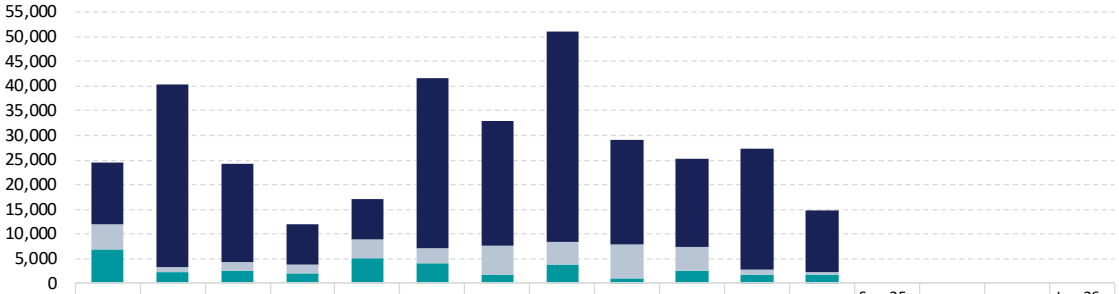
APP: Portfolioentwicklung



APP: Portfoliostruktur

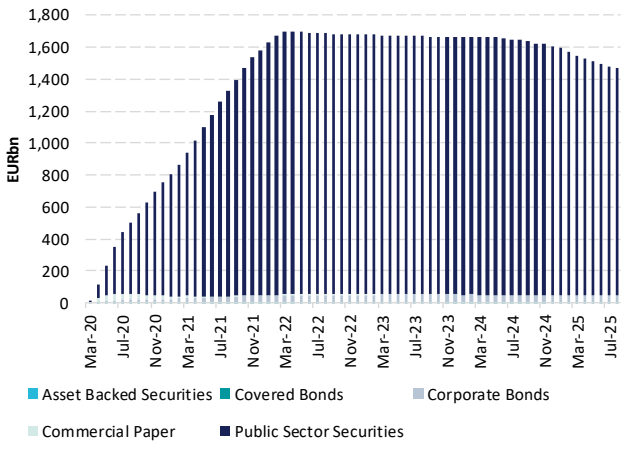


APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)

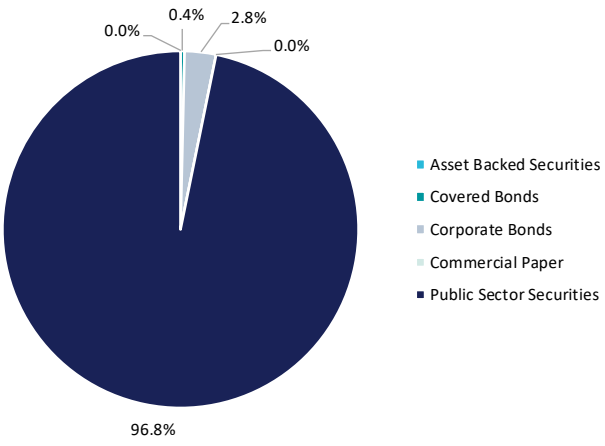


	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26	Sep-25 - Aug-26	2024	2025	Jan-26 - Aug-26
APP	24,550	40,259	24,375	12,078	17,119	41,523	32,837	51,023	29,020	25,281	27,197	14,893	340,155	335,094	332,840	14,893
PSPP	12,568	37,073	20,060	8,274	8,318	34,465	25,111	42,657	21,135	17,964	24,306	12,570	264,501	264,479	252,566	12,570
CSPP	5,193	972	1,905	1,693	3,815	2,926	5,886	4,562	6,820	4,857	1,245	684	40,558	32,191	33,961	684
CBPP3	6,492	1,864	2,106	1,903	4,740	3,911	1,575	3,685	1,003	2,317	1,554	1,566	32,716	32,173	42,332	1,566
ABSPP	297	350	304	208	246	221	265	119	62	143	92	73	2,380	6,251	3,981	73

PEPP: Portfolioentwicklung



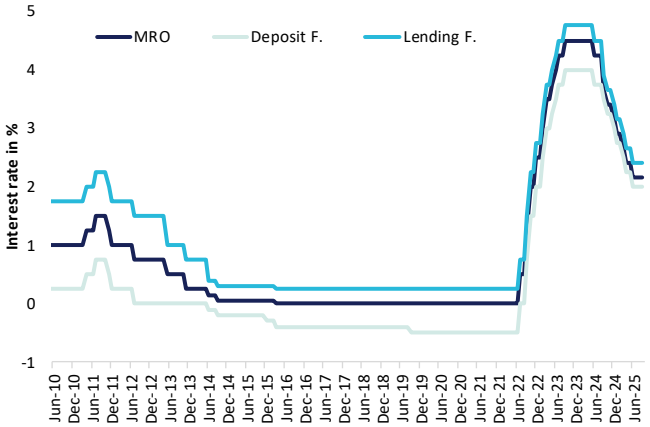
PEPP: Portfoliostruktur



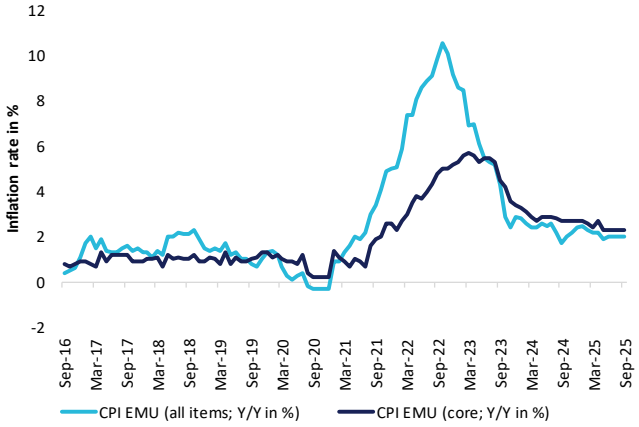
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



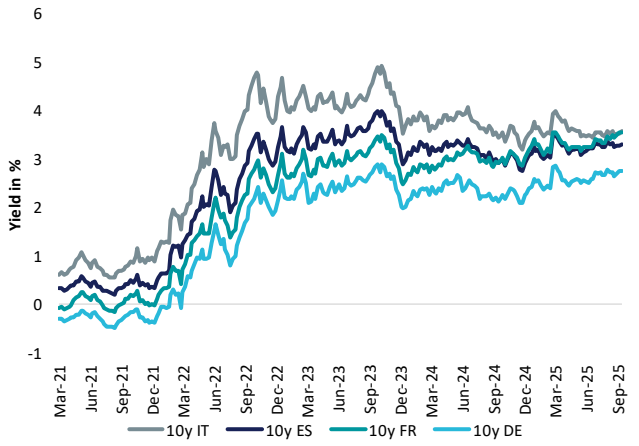
Inflationsentwicklung im Euroraum



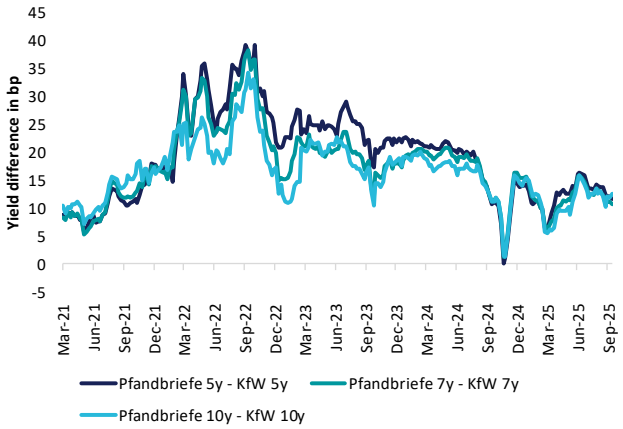
Bund-Swap-Spread



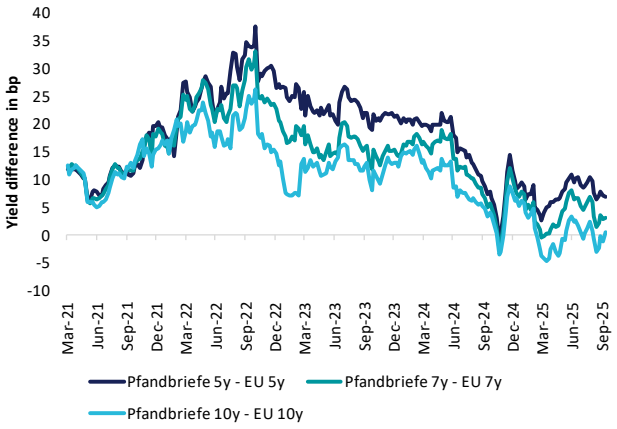
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Anhang
Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
31/2025 ♦ 24. September	▪ Der Ratingansatz von Morningstar DBRS ▪ Teaser: Beyond Bundesländer – Großraum Paris (IDF/VDP)
30/2025 ♦ 03. September	▪ Ein Blick auf den deutschen Bankenmarkt ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
29/2025 ♦ 27. August	▪ Der Ratingansatz von Standard & Poor's ▪ Pensionslawine und Kommunalschulden – Länder unter Druck
28/2025 ♦ 20. August	▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 ▪ Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2025
27/2025 ♦ 13. August	▪ Covereds – Relative Value-Betrachtung: Eine Standortbestimmung ▪ SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im H1/2025
26/2025 ♦ 06. August	▪ Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update ▪ Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025
25/2025 ♦ 09. Juli	▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ Megaemittent EU im Fokus
24/2025 ♦ 02. Juli	▪ Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das II. Halbjahr 2025 ▪ SSA-Halbjahresrückblick 2025 und Ausblick
23/2025 ♦ 25. Juni	▪ Der Ratingansatz von Scope ▪ Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II
22/2025 ♦ 18. Juni	▪ Der Covered Bond-Markt im Vereinigten Königreich ▪ Stabilitätsrat zur 31. Sitzung zusammengetreten
21/2025 ♦ 11. Juni	▪ Der Ratingansatz von Moody's ▪ Teaser: Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025
20/2025 ♦ 28. Mai	▪ Cross Asset // Teaser: ESG-Update 2025 – Greenium und Socium+ im Fokus
19/2025 ♦ 21. Mai	▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) ▪ Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2025
18/2025 ♦ 14. Mai	▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2025 ▪ Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage
17/2025 ♦ 07. Mai	▪ Fitch: Covered Bond-Ratingansatz ▪ Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2025
16/2025 ♦ 30. April	▪ Special zur LCR-Klassifizierung und zum Risikogewicht: Ein (regulatorischer) Blick auf das EUR-Benchmarksegment ▪ Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025
15/2025 ♦ 16. April	▪ Cross Asset: Relative Value – Eine (aktuelle) Bestandsaufnahme
14/2025 ♦ 09. April	▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im I. Quartal 2025
13/2025 ♦ 02. April	▪ Ein Rückblick auf das I. Quartal im Covered Bond-Segment ▪ SSA: Ein Rückblick auf das I. Quartal 2025

NORD/LB:	**NORD/LB:**	**NORD/LB:**	**Bloomberg:**
Floor Research	Covered Bond Research	SSA/Public Issuers Research	Weekly: DS NDB <GO>

Anhang
Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

Issuer Guide – Covered Bonds 2024

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

Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 (Quartalsupdate)

Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 Sparkassen (Quartalsupdate)

Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten

SSA/Public Issuers:

Issuer Guide – Deutsche Länder 2025

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 2025

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

Leitzinsentscheidung: Der EZB-Rat ist kein Panikorchester

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



Alexander Grenner
Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65070
alexander.grenner@nordlb.de



Lukas-Finn Frese
SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759
lukas-finn.frese@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

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

Origination & Syndicate

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

Sales Wholesale Customers

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

Treasury

Liquidity Management/Repos	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650

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 Finanzdienstleitungsaufsicht („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 Wertpapiere dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Information basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Information, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Republik China (Taiwan):
Diese Information stellt ausschließlich allgemeine Informationen bereit und berücksichtigt nicht die individuellen Interessen und Bedürfnisse, Vermögensverhältnisse und Investitionsziele von Investoren. Die Inhalte der Information sollen nicht als Empfehlung oder Beratung zum Erwerb eines bestimmten Finanzprodukts ausgelegt werden. Investitionsentscheidungen sollen nicht ausschließlich auf Basis dieser Information getroffen werden. Für Investitionsentscheidungen sollten immer eigenständige Beurteilungen vorgenommen werden, die einbeziehen, ob eine Investition den persönlichen Bedürfnissen entspricht. Darüber hinaus sollte für Investitionsentscheidungen professionelle und rechtliche Beratung eingeholt werden.
NORD/LB hat die vorliegende Information mit einer angemessenen Sorgfalt erstellt und vertraut darauf, dass die enthaltenen Informationen am Veröffentlichungsdatum verlässlich und geeignet sind. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für Genauigkeit oder Vollständigkeit gegeben. In dem Maß, in dem die NORD/LB ihre Sorgfaltspflicht als guter Verwalter ausübt wird keine Verantwortung für Fehler, Versäumnisse oder Unrichtigkeiten in der Information übernommen. Die NORD/LB garantiert keine Analageergebnisse, 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 Prospektpflicht 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: 01. Oktober 2025 (08:46 Uhr)

Weitergabe am: 10.10.2025 16:43:02