



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	6
Griechenland: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind?	10
Agencies und Abwicklungsinstrumente nach BRRD	15
Charts & Figures	
Covered Bonds	23
SSA/Public Issuers	29
EZB-Tracker	32
Cross Asset	33
Ausgaben im Überblick	34
Publikationen im Überblick	35
Ansprechpartner in der NORD/LB	36

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: Frequenz der Neuemissionen nimmt etwas ab

Ähnlich wie bereits in der Vorwoche beschrieben, scheint die Frequenz an Neuemissionen von Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat im Vergleich zum Ende des III. Quartals etwas abzunehmen. Allerdings bedeutet dies keineswegs, dass wir uns bereits im Jahresausklang befinden, stattdessen rechnen wir auch für die kommenden Wochen mit regelmäßigen Primärmarktauftritten der Emittenten. In den vergangenen fünf Handelstagen können wir wie auch in der letzten Ausgabe von vier Transaktionen berichten, dieses Mal verteilt auf ebenso viele Jurisdiktionen. Den Anfang machte die neu fusionierte Sparebanken Norge, welche aus einem Zusammenschluss der bisherigen Sparebanken Sor und Vest im Mai des laufenden Jahres entstanden ist. Davon betroffen waren auch die Covered Bond-Emissionsvehikel der beiden Sparebanken, sodass die gedeckten Anleihen nun durch die neu geschaffene Sparebanken Norge Boligkreditt begeben werden. Der „frische“ Covered Bond im Volumen von EUR 1 Mrd. (5,0y) wurde bei ms +27bp am Markt platziert und konnte von einer dynamischen Investorennachfrage profitieren (Bid-to-cover-Ratio: 2,6x). Es folgte mit der Komerčni Banka auch der zweite Emittent aus Tschechien im laufenden Jahr (nach der UniCredit Czech & Slovakia im August). Sie war zuletzt im Jahr 2021 mit einer EUR-Benchmark aktiv. Dieses Mal wählte die Bank eine Guidance von ms +45bp area. Im Vergleich dazu konnte der Reoffer-Spread im Laufe der Vermarktungsphase um fünf Basispunkte eingeeengt werden, final entschied sich die Komerčni Banka für ein Emissionsvolumen von EUR 750 Mio. (5,0y). Zum Start in die neue Handelswoche war es mit der BPCE mal wieder ein französischer Emittent, der sich trotz der aktuellen Turbulenzen an den Markt wagte. Die BPCE entschied sich mit vier Jahren für das eher kurze Laufzeitsegment und konnte ein Volumen von EUR 1 Mrd. bei einer Bid-to-cover-Ratio von 3,1x platzieren, was deutlich macht, dass französische Papiere nach wie vor gut am Primärmarkt aufgenommen werden. Zum Abschluss bespielte die DZ HYP mit kurzen neun Jahren das lange Laufzeitsegment und begab erfolgreich EUR 500 Mio. (WNG) bei ms +33bp. Das Orderbuchvolumen lag hier bei EUR 1,4 Mrd. und zeigte damit wie zuletzt die Bausparkasse Schabisch Hall, dass auch lange Deals weiterhin von den Investoren gesucht werden.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
DZ HYP	DE	14.10.	DE000A4DFKPO	8.8y	0.50bn	ms +33bp	- / Aaa / AAA	-
BPCE SFH	FR	13.10.	FR0014013E84	4.0y	1.00bn	ms +32bp	- / Aaa / AAA	-
Komerčni Banka	CZ	08.10.	XS3203038347	5.0y	0.75bn	ms +40bp	AAA / - / -	-
Sparebanken Norge	NO	08.10.	XS3204229812	5.0y	1.00bn	ms +27bp	- / Aaa / -	-

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

Sekundärmarkt: Käuferseite dominiert bei nachlassendem Transaktionsvolumen

Auch am Sekundärmarkt wirkt sich das nachlassende Transaktionsvolumen auf dem Primärmarkt aus. Hierbei dominiert die Käuferseite weiterhin, wobei das gesamte Laufzeitenspektrum nachgefragt wird. Die Verkäuferseite fokussiert sich hauptsächlich auf das kürzere Laufzeitensegment. Aufgrund der näher rückenden Blackout-Perioden in Deutschland wird von dort mit einem eher geringer werdenden Angebot gerechnet, was sich unterstützend auf die Sekundärmarktspreeds auswirken sollte.

EUR-Subbenchmarksegment

Am vergangenen Donnerstag konnte die Sparkasse Bremen (vgl. [Issuer View](#)) erfolgreich ihren zweiten Pfandbrief im EUR-Subbenchmarksegment platzieren. Mit ihrem zehnjährigen Hypothekenpfandbrief stieß die Sparkasse auf ein hohes Investoreninteresse (Bid-to-cover-Ratio: 3,5x) und verdeutlichte damit, dass längere Laufzeiten weiterhin von den Investoren als attraktiv angesehen werden. Im Laufe der Vermarktungsphase konnte der Reoffer-Spread im Verhältnis zur Guidance (ms +46bp area) um sechs Basispunkte reduziert werden, sodass final EUR 250 Mio. bei ms +40bp platziert werden konnten.

Emissionsprognose: Wir rechnen noch mit rund EUR 16 Mrd. in 2025

Mit dem voranschreitenden Herbst rückt so langsam das Jahresende am Primärmarkt in greifbare Nähe. Traditionell wird die Anzahl der Neuemissionen spätestens ab der dritten Novemberwoche deutlich geringer. Entsprechend lohnt es sich unserer Ansicht nach für einen genaueren Blick auf die noch zu erwartenden Neuemissionsaktivitäten im EUR-Benchmarksegment noch einmal einen dezidierten Blick auf unsere Emissionsprognose zu werfen. Insgesamt rechnen wir noch mit Emissionen im Volumen von EUR 16 Mrd. bis Jahresende. Damit würde sich das Emissionsvolumen auf etwas weniger als EUR 160 Mrd. summieren, was einem Nettoneuangebot von rund EUR 33 Mrd. entsprechen würde. Uns ist bewusst, dass dies noch einige emissionsintensive Handelswochen voraussetzt. Emittenten könnten unserer Ansicht nach den weiterhin unterstützenden Markt dafür nutzen, um Prefunding zu betreiben, insbesondere vor dem Hintergrund des hohen Volumens an EUR-Benchmarkfälligkeiten im Jahr 2026 (EUR 156 Mrd.). Das Gros der im Jahr 2025 von uns noch prognostizierten EUR-Benchmarkemissionen sollte auf die Jurisdiktionen Italien (EUR 2,5 Mrd.), Frankreich (EUR 2 Mrd.) sowie Deutschland (EUR 1,75 Mrd.) entfallen.

NORD/LB-Prognose: Angebot und Fälligkeiten 2025 (EUR BMK; in EUR Mrd.)

Jurisdiction	Issues 2024	Net supply 2024	Current outstanding volume	Issues 2025e	Maturities 2025e	Net supply 2025e	Issues 2025ytd	Still to come 2025e
AT	6.50	4.25	60.10	5.00	2.80	2.20	3.50	1.50
AU	4.85	-0.65	36.00	8.85	7.50	1.35	8.85	0.00
BE	3.00	2.00	23.70	2.75	3.75	-1.00	2.75	0.00
CA	11.25	-1.25	81.45	10.50	9.50	1.00	9.50	1.00
CH	3.00	3.00	6.00	2.25	0.75	1.50	2.25	0.00
CZ	0.50	0.50	3.75	1.25	0.00	1.25	1.25	0.00
DE	29.50	11.33	223.27	31.75	21.50	10.25	30.00	1.75
DK	1.50	1.00	7.25	2.25	1.00	1.25	1.75	0.50
EE	0.00	0.00	1.00	0.50	0.50	0.00	0.50	0.00
ES	2.85	-3.40	50.96	4.25	17.25	-13.00	3.25	1.00
FI	5.50	2.50	40.50	5.25	4.25	1.00	4.25	1.00
FR	38.50	14.75	275.30	31.25	21.35	9.90	29.25	2.00
GB	5.00	-3.50	27.11	6.20	2.00	4.20	6.20	0.00
GR	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
HU	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00	1.00	1.00	0.00
IE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75	-0.75	0.00	0.00
IS	0.00	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
IT	9.50	1.50	49.05	6.85	9.50	-2.65	4.35	2.50
JP	0.00	0.00	5.10	1.00	1.00	0.00	0.50	0.50
KR	2.15	1.65	10.75	2.20	2.60	-0.40	2.20	0.00
LU	0.00	-0.50	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
NL	9.65	4.65	88.47	8.00	3.25	4.75	7.50	0.50
NO	6.25	2.25	53.50	11.00	5.75	5.25	10.25	0.75
NZ	0.00	-2.50	8.70	2.50	1.25	1.25	2.00	0.50
PL	0.00	-1.00	0.50	0.50	0.50	0.00	0.50	0.00
PT	2.00	0.00	7.35	2.00	0.00	2.00	2.00	0.00
SE	1.25	-3.50	29.58	5.50	5.90	-0.40	4.50	1.00
SG	4.25	3.00	9.50	3.25	3.25	0.00	2.75	0.50
SK	1.50	1.00	11.00	4.00	1.00	3.00	3.00	1.00
Σ	148.50	37.08	1111.88	159.85	126.90	32.95	143.85	16.00

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Fitch: Peer Credit Analysis von singapurischen Covered Bond-Programmen

Die Ratingexperten von Fitch haben in der vergangenen Woche eine Peer Credit Analysis über die von ihnen gerateten Covered Bond-Programme aus Singapur vorgenommen. Hierbei handelt es sich um die Programme der DBS Bank (DBS) sowie der Oversea-Chinese Banking Corporation (OCBC). Beide werden seitens der Agentur mit der Bestnote „AAA“ mit stabilem Ausblick bewertet und könnten einem Downgrade der Issuer Default Ratings der Emittenten (IDRs; jeweils AA-) von bis zu vier Notches widerstehen. Beide Programme sind durch hochwertige Hypothekendarlehen für selbstgenutztes Wohneigentum in Singapur besichert und weisen geringe Ausfallraten auf. Die Break-even Overcollateralisation, also die mindestens erforderliche Übersicherung zur Erreichung eines jeweiligen Ratings, liegt für die „AAA“-Ratings der Banken bei 11,7% (DBS) und 15,6% (OCBC). Zudem profitieren singapurische Covered Bond-Programme von einem robusten rechtlichen Rahmenwerk. Im EUR-Benchmarksegment konnten wir im laufenden Jahr bereits von Neuemissionen im Gesamtvolumen von EUR 2,8 Mrd. aus Singapur berichten und rechnen noch mit weiteren Platzierungen im Volumen von EUR 500 Mio. Dies würde etwas unter dem sehr starken Vorjahr liegen, in dem wir Emissionen in Höhe von EUR 4,3 Mrd. verzeichneten. Sehr erfreulich waren aus unserer Sicht die zwei „Debütanten“ in Gestalt der Standard Chartered Singapore sowie der Maybank Singapore in 2024, die beide erfolgreiche Neuemissionen im Volumen von EUR 500 Mio. platzieren konnten. Auch im laufenden Jahr waren beide Institute bereits mit neuen Covered Bonds im gleichen Volumen aktiv. Auch die von Fitch gerateten DBS und OCBC begaben gedeckte Anleihen in 2024 und 2025, lediglich die letzte Emission der United Overseas Bank geht bereits auf den März 2022 zurück.

S&P: Analyse des schwedischen Covered Bond-Marktes

Die Ratingexperten von S&P haben in der vergangenen Woche eine Analyse des schwedischen Covered Bond-Marktes vorgelegt und konstatieren einen deutlichen Anstieg des Covered Bond-Volumens im EUR-Benchmarksegment. Diese summierten sich bis zum Publikationszeitpunkt (07. Oktober) auf insgesamt EUR 5,7 Mrd., was einem Anstieg um 38% gegenüber den in 2024 emittierten EUR-Benchmarks entspricht. Die Ratingexperten sehen das sinkende Zinsniveau und das sich verbessernde ökonomische Umfeld als unterstützende Entwicklung mit Blick auf das zukünftige Emissionsvolumen im Covered Bond-Segment an. Darüber hinaus wird die Qualität der Assets in den Deckungsstöcken von schwedischen Covered Bond-Programmen laut S&P u.a. von steigenden Immobilienpreisen, einer resilienten Nachfrage sowie einer verbesserten Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien unterstützt. Die von der schwedischen Regierung in Aussicht gestellten Änderungen der Tilgungsanforderungen sowie die Anhebung des maximalen LTVs von 85% auf 90% sollten sich Ratingexperten folgend positiv auf die Anzahl der Immobilientransaktionen sowie der Preise am Häusermarkt auswirken. Mit den Maßnahmen plane die schwedische Regierung, insbesondere jüngeren Menschen den Erwerb von Immobilien zu erleichtern. Die Ratingagentur konstatiert mit Blick auf die von ihnen unlängst angepasste Ratingmethodik, dass diese keine Auswirkungen auf das Rating der von S&P bewerteten Covered Bond-Programme haben. Hingegen verringert sich infolge der Anpassung der Ratingmethodik die Mindestübersicherungsquote, den die Covered Bond-Programme für ihre jeweilige Ratingeinstufung vorhalten müssen, um drei Prozentpunkte. Alle vier von S&P bewerteten Covered Bond-Programme verfügen über das Bestrating von „AAA“ und weisen im Durchschnitt über 3,3 ungenutzte Notches an Uplift auf. Entsprechend könnte das Issuer Credit Rating durchschnittlich um mehr als drei Notches reduziert werden, ohne dass die Covered Bonds ihre Bonitätseinstufung von „AAA“ verlieren würden.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

Thüringen: Regierung beschließt Doppelhaushalt 2026/27

Das Kabinett des Freistaats Thüringen (Ticker: THRGN) hat Mitte September den Entwurf des Budgets für die beiden kommenden Jahre beschlossen. Demnach sollen sich die bereinigten Ausgaben im Jahr 2026 auf EUR 14,7 Mrd. belaufen. Die Einnahmen – abzüglich der Schuldenaufnahme am Kapitalmarkt, Entnahmen aus Rücklagen, Fonds und Stöcken sowie haushaltstechnischer Verrechnungen – werden indes mit EUR 13,6 Mrd. angegeben. Daraus resultiert unter dem Strich ein negativer Finanzierungssaldo i.H.v. EUR -1,1 Mrd. Für das darauffolgende Haushaltsjahr wird demgegenüber mit Ausgaben i.H.v. EUR 14,9 Mrd. sowie Einnahmen i.H.v. EUR 14,0 Mrd. kalkuliert, sodass der Saldo mit knapp EUR -1,0 Mrd. geringfügig niedriger ausfallen dürfte. Der Freistaat beabsichtigt in den kommenden beiden Jahren vor allem die Investitionen anzukurbeln. Das Investitionsvolumen für 2026 beträgt EUR 2,3 Mrd. und im Jahr 2027 sollen weitere EUR 2,1 Mrd. dazukommen. Die Investitionsquote würde damit auf 15,9% ansteigen (2026). Des Weiteren stellt Thüringen bis einschließlich 2029 insgesamt EUR 1,0 Mrd. für die Städte und Gemeinden im Land bereit. Dabei handelt es sich laut eigenen Angaben um das größte kommunale Investitionsprogramm des Freistaats seit der Wiedervereinigung. Konkret nehmen die Kommunen die entsprechenden Kredite bei der Thüringer Aufbaubank (TAB; vgl. [Wochenpublikation vom 02. Juli](#)) auf. Zins und Tilgung übernimmt vollständig der Sub-Sovereign. Um die beschriebene Finanzierungslücke zu schließen, soll das Finanzministerium gemäß dem Entwurf des Doppelhaushalts dazu ermächtigt werden, im Jahr 2026 eine Neuverschuldung am Kapitalmarkt i.H.v. rund EUR 867 Mio. vorzunehmen. Im darauffolgenden Jahr soll sich die Nettokreditaufnahme sodann auf circa EUR 551 Mio. belaufen. Die Bruttowerte für die Aufnahme von Verbindlichkeiten belaufen sich auf EUR 1,8 Mrd. (2026) sowie EUR 1,3 Mrd. (2027). Beide Zahlen liegen damit über den Ermächtigungen für das laufende Haushaltsjahr (Brutto: EUR 1,0 Mrd.; Netto: EUR 313 Mio.). Für den Rest des Jahres rechnen wir indes nicht mehr damit, dass der Freistaat erneut am SSA-Primärmarkt aktiv sein wird, da das angestrebte Fundingziel von EUR 1,0 Mrd. bereits über zwei frische EUR-Benchmarks i.H.v. jeweils EUR 500 Mio. erreicht sein dürfte und kein entsprechender Nachtragshaushalt verabschiedet wurde.

Fitch: Rating von fünf spanischen GREs angehoben

Die Ratingagentur Fitch hat vergangene Woche die Ratings von fünf staatsnahen Emittenten (government-related entities, GREs) aus Spanien nach oben angepasst. Konkret handelt es sich (*kursiv* in unserer Coverage befindlich) um *ADIF-Alta Velocidad (ADIF-AV)*, *Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (ADIF)*, *Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES)*, *Institut Català de Finances (ICF)* sowie *Pequeños y Medianos Astilleros en Reconversión, S.A. (Pymar)*. Während die Bonitätsstufe von ADIF-AV, ADIF und CORES an die Kreditwürdigkeit Spaniens angeglichen wurde (Rating: A; Ausblick: stabil), liegt das Rating von Pymar ein Notch unter dem des spanischen Staates. Die Bonität des ICF wurde mit jener Kataloniens gleichgesetzt. Auslöser war die Ende September getroffene Entscheidung, den spanischen Staat von „A-“ auf „A“ heraufzustufen. Wesentliche Einflussfaktoren waren ein höher als erwartetes Wirtschaftswachstum sowie eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit – vor allem im Vergleich zu anderen Staaten der Eurozone.

Brandenburg bringt Kommunales Investitionsprogramm für 2025-29 auf den Weg

Das Land Brandenburg (Ticker: BRABUR) hat das Kommunale Investitionsprogramm für 2025-29 auf den Weg gebracht, mit dem es Städten, Gemeinden, Verbandsgemeinden und Landkreisen ermöglicht werden soll, zinsverbilligte Kredite bei der Investitionsbank des Landes Brandenburg (ILB, Ticker: ILBB) für Investitionen in die Infrastruktur und die Daseinsvorsorge aufzunehmen. Vorgesehen ist, dass die Kommunen lediglich Zinsen i.H.v. 1% zahlen sollen, während sämtliche darüberhinausgehenden Zinskosten vom Land übernommen werden. Das Investitionsprogramm soll laut Angaben der Landesregierung dabei ein Gesamtvolumen von bis zu EUR 500 Mio. haben, wobei Gemeinden Kredite im Umfang von bis zu EUR 10 Mio. sowie Landkreise und kreisfreie Städte von bis zu EUR 15 Mio. jährlich aufnehmen können. Darüber hinaus seien auch Kommunen, die sich derzeit in Haushaltssicherung befinden, zur Teilnahme am Programm berechtigt. Zur Begrenzung der Kreditzinsen auf 1% stelle das Land jährlich EUR 10 Mio. aus dem Haushalt bereit – und damit in Summe EUR 50 Mio. über die gesamte Programmlaufzeit. Die Kreditverbilligung ist auf eine Laufzeit von zehn Jahren mit entsprechender Tilgung ausgelegt, wenngleich – je nach Wunsch der Kommune – auch durchaus längere Laufzeiten möglich sind. Die maximale Laufzeit ist allerdings auf 20 Jahre begrenzt. Seit dem 01. Oktober können entsprechende Anträge für den so genannten „Brandenburg-Kredit“ bei der ILB beantragt werden. Das Kommunale Investitionsprogramm ergänzt dabei die Mittel, die das Land aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität des Bundes erhält. Hierzu ist Anfang September mit der Unterzeichnung der Vereinbarung zur Umsetzung des Sondervermögens ebenfalls ein wichtiger Schritt erfolgt, aus dem Brandenburg insgesamt EUR 3 Mrd. erhalten soll. Davon sollen EUR 500 Mio. in die Sicherung der Gesundheitsversorgung sowie den Ausbau der Digitalisierung fließen und EUR 1,5 Mrd. den Kommunen zur weitgehend eigenverantwortlichen Verwendung zur Verfügung gestellt werden, während das Land Brandenburg EUR 1 Mrd. investiert. Das erforderliche Bundesgesetz, eine abzuschließende Bund-Länder-Vereinbarung sowie die entsprechende Landesgesetzgebung stehen allerdings noch aus.

Hessen: Einigung zur Reform des Kommunalen Finanzausgleichs

Das Land Hessen (Ticker: HESSEN) hat sich mit seinen Kommunen auf eine Reform des Kommunalen Finanzausgleichs (KFA) geeinigt. Über die (geplanten) Änderungen wurde Anfang Oktober bereits im Zuge der ersten Lesung im Hessischen Landtag beraten, die Anpassungen sollen voraussichtlich zum 01. Januar 2026 in Kraft treten. Demnach soll der KFA, den die Kommunen zur Erfüllung ihrer Aufgaben zusätzlich zu ihren eigenen Einnahmen vom Land erhalten, im Jahr 2026 auf mehr als EUR 7,4 Mrd. und im darauffolgenden Jahr auf über EUR 7,5 Mrd. steigen. Die Zuwächse liegen dabei allerdings über der bisherigen Finanzplanung. „Die Evaluierung des KFA war nicht nur geboten, sondern auch richtig und wichtig. Als Ergebnis kann man festhalten, dass die mit dem KFA2016 vollzogene Reform und die bereits im Zuge der Corona-Krise vorgenommenen Anpassungen grundsätzlich gut waren. Der KFA muss daher nun nicht neu erfunden werden“, sagte der hessische Finanzminister Dr. R. Alexander Lorz und ergänzte: „Trotz der nochmals verschlechterten finanzpolitischen Rahmenbedingungen steht das Land zu seiner finanziellen Verantwortung gegenüber den Kommunen. Die Festbeträge für 2026 und 2027 erhöhen sich gegenüber der bisherigen Finanzplanung. 2026 wächst der KFA gegenüber der Finanzplanung um weitere EUR 135 Mio. auf EUR 7,4 Mrd. 2027 steigt der KFA auf EUR 7,5 Mrd. Das sind nochmals EUR 112 Mio. mehr als geplant.“

CADES veröffentlicht Halbjahresergebnis 2025

Der französische Schuldentilgungsfonds Caisse d'Amortisation de la Dette Sociale (Ticker: CADES) hat Ende September Einblick in die Geschäftsentwicklung in H1/2025 gegeben. Wie aus der entsprechenden Pressemitteilung hervorgeht, belief sich der Gesamtertrag zum Stichtag Ende Juni auf EUR 9 Mrd. und lag damit auf einem ähnlichen Niveau wie in H1/2024. Demgegenüber gingen die Zinsausgaben im Vergleich zum Vorjahresvergleichszeitraum leicht zurück (H1/2025: EUR 1,4 Mrd.; H1/2024: EUR 1,6 Mrd.). Unter dem Strich betrug das Nettoergebnis somit EUR 7,6 Mrd. und war damit höher als in der Referenzperiode. Seit ihrer Gründung im Jahr 1996 hat die CADES insgesamt EUR 396,5 Mrd. an französischen Sozialschulden vom Staat übernommen. Zum Stand 30. Juni 2025 wurden davon bereits EUR 266,2 Mrd. getilgt. Refinanzierungsseitig hat die Agency seit Jahresbeginn EUR 7,5 Mrd. mittel- und langfristiges Kapital an den internationalen Finanzmärkten aufgenommen. Der Löwenanteil i.H.v. EUR 5 Mrd. wurde dabei über zwei [soziale](#) EUR-Benchmarkanleihen eingesammelt. Ergänzt wurden die bisherigen Fundingaktivitäten durch eine USD-Benchmark i.H.v. USD 2,5 Mrd. (EUR-Äquivalent: EUR 2,4 Mrd.) sowie eine Privatplatzierung im Umfang von EUR 122 Mio. Für das Gesamtjahr 2025 hat die CADES ein Refinanzierungsziel i.H.v. EUR 10 Mrd. kommuniziert. Wir gehen vor diesem Hintergrund davon aus, dass die Franzosen in Q4/2025 mit einer weiteren EUR-Benchmarkanleihe am SSA-Primärmarkt vorstellig werden dürften, um ihr Fundingprogramm für dieses Jahr sodann final abzuschließen.

NIB emittiert ersten Sustainability-Linked Loans financing Bond (SLLB)

Die Nordic Investment Bank (NIB) hat ihre erste Anleihe zur Finanzierung von [Sustainability-Linked Loans](#) (SLLs) emittiert und ist damit laut eigener Aussage der erste Emittent aus dem SSA-Segment, der ein solches Instrument auf Grundlage der [ICMA-Prinzipien](#) aufgelegt hat. Platziert wurden SEK 1,5 Mrd. (EUR-Äquivalent EUR 160 Mio.) bei einer Laufzeit von fünf Jahren. Das Pricing erfolgte schließlich zu ms +21bp. Die auf diesem Wege eingesammelten Mittel sollen dabei ausschließlich für die Finanzierung und Refinanzierung eines Portfolios von SLLs verwendet werden, welches an wissenschaftlich fundierte Emissionsreduktionsziele geknüpft ist. Zum generellen Hintergrund: Im Gegensatz zu klassischen zweckgebundenen Krediten, welche an bestimmte Vermögenswerte gekoppelt sind, oder zu grünen und sozialen Anleihen bzw. Krediten, deren Mittelverwendung an umwelt- oder sozialverträgliche Projekte gebunden ist, basieren SLLs auf gemeinsam mit den Unternehmen vereinbarten Leistungskennzahlen und Zielen aus den Bereichen Umwelt, Soziales sowie Unternehmensführung und dienen der allgemeinen Unternehmensfinanzierung. Wesentliches Merkmal von SLLs ist die Verknüpfung der Kreditkonditionen mit dem Erreichen vorab definierter KPIs über die gesamte Kreditlaufzeit: Erreicht das Unternehmen die im Kreditvertrag festgelegten Nachhaltigkeitsziele, profitiert dieses von niedrigeren Zinssätzen. Eine Nichterreichung hat hingegen Zinsaufschläge zur Folge, sodass SLLs auf diese Weise finanzielle Anreize für Unternehmen schaffen, ihr Engagement im Bereich ESG zu verstärken. Apropos Nachhaltigkeit in der Kreditvergabe: Im Juli 2025 hat die NIB ihre [Nachhaltigkeitsleitlinie](#) überarbeitet und in diesem Zuge die Ausschlusskriterien für die Kreditvergabe dahingehend angepasst, zukünftig auch die Finanzierung von konventionellen Waffen und Munition zu erlauben. Diese Entscheidung sei auf Wunsch der nordischen und baltischen Eigentümerstaaten erfolgt, um die Sicherheits- und Verteidigungsfähigkeiten der Region zu stärken.

Primärmarkt

Nach einer kurzen Verschnaufpause mit nur wenigen Emissionen war in der jüngst von uns betrachteten Handelswoche wieder (etwas) mehr Aktivität am SSA-Primärmarkt zu beobachten, wobei das Emissionsgeschehen allen voran von ESG-Anleihen geprägt war. Aus Deutschland wagten sich gleich zwei Emittenten auf das Parkett – einer davon im nachhaltigen Format: Während Berlin (Ticker: BERGER) mit seinem zweiten [Sustainability Bond](#) (10y) EUR 1 Mrd. zu ms +32bp (Guidance: ms +34bp area, Orderbuch: EUR 1,5 Mrd.) einsammelte, entschied sich der Freistaat Bayern (Ticker: BAYERN) bei seiner Emission für eine klassische Anleihe mit einer Laufzeit von langen fünf Jahren. Platziert wurden EUR 1 Mrd. zu ms +13bp (Guidance: ms +13bp area). Für weiteren Nachschub im ESG-Segment sorgten darüber hinaus auch zwei Emittenten aus unseren Nachbarländern: Aus Belgien ging die Region Flandern, repräsentiert durch das Ministeries van de Vlaamse Gemeenschap (Ticker: FLEMSH), mit einem [Sustainability Bond](#) und 25-jähriger Laufzeit auf die Investoren zu. Zum Ende der Vermarktungsphase füllte sich das Orderbuch auf EUR 9,2 Mrd. und der Deal ging zu OLO +19bp über die Bühne (entsprach circa ms +130bp; Guidance: OLO +23bp area). Ebenfalls Nägel mit Köpfen machte die französische Caisse des Dépôts et Consignations (Ticker: CDCEPS) und platzierte ihre [Nachhaltigkeitsanleihe](#) i.H.v. EUR 1,5 Mrd. (5y) zu OAT +8bp, was ungefähr ms +37bp entsprach (Guidance: OAT +8bp area, Orderbuch: EUR 3,5 Mrd.). Aus dem Segment der Supranationals wagte sich die Islamic Development Bank (Ticker: ISDB) mit einem [grünen Sukuk](#)-Bond (5y) aus der Deckung und sammelte frisches Kapital i.H.v. EUR 500 Mio. zu ms +44bp (Guidance: ms +47bp area) ein. Das Orderbuch füllte sich dabei auf EUR 2,6 Mrd., sodass der Deal mehr als fünf-fach überzeichnet war. Demgegenüber entschied sich der European Stability Mechanism (Ticker: ESM) am gestrigen Dienstag für eine Aufstockung seiner 2035er-Anleihe und erhöhte das Volumen um EUR 1 Mrd. zu ms +31bp. Das Pricing erfolgte schließlich drei Basispunkte enger gegenüber der Guidance von ms +34bp area (Orderbuch: EUR 18,5 Mrd.). Damit dürfte der ESM sein Funding für das laufende Jahr abgeschlossen haben. Auch die Île-de-France Mobilités (Ticker: IDFMOB) nutzte, allerdings bereits in der vergangenen Woche, die Gelegenheit, ihren Refinanzierungsbedarf mit einem Tap zu stillen. Mittel der Wahl war die Aufstockung des 2039er-Bonds im [grünen](#) Format, dessen Volumen um EUR 250 Mio. zu OAT +14bp (Guidance: OAT +17bp area) vergrößert wurde. Die Bid-to-cover-Ratio belief sich bei dieser Transaktion auf 4,0x. Mit Blick auf die kommende Woche möchten wir darüber hinaus auf die vierte Anleiheauktion der EU in H2/2025 hinweisen, welche am 20. Oktober (vgl. [Fundingplan](#)) stattfinden wird. Aufgrund der bereits erfolgten Neumandatierungen erwarten wir darüber hinaus in näherer Zukunft folgende Transaktionen auf den Bildschirmen: Die Export-Import Bank of Korea (KEXIM, Ticker: EIBKOR) beabsichtigt die Emission einer EUR-Anleihe mit einer Laufzeit von vier oder fünf Jahren und führt dazu ab dem 20. Oktober Investorengespräche. Des Weiteren plant die japanische Präfektur Tokio (Ticker: TOKYO) die Platzierung eines [Resilience Bonds](#) (5y). Die Anleihe stellt das weltweit erste Wertpapier dar, welches nach den [Resilienz Kriterien der Climate Bond Initiative](#) zertifiziert wurde. Das erwartete Emissionsvolumen beträgt EUR 300 Mio.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
BAYERN	DE	14.10.	DE0001053940	5.3y	0.50bn	ms +13bp	- / - / AAA	-
CDCEPS	FR	09.10.	FR0014013G74	5.0y	1.50bn	ms +37bp	- / Aa3 / AA-	X
FLEMSH	BE	08.10.	BE0390257260	24.7y	1.50bn	ms +130bp	AA- / - / -	X
ISDB	SNAT	08.10.	XS3201253328	5.0y	0.50bn	ms +44bp	AAA / Aaa / AAA	X
BERGER	DE	08.10.	DE000A4DE9H8	10.0y	1.00bn	ms +32bp	AAA / Aa1 / -	X

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

Covered Bonds

Griechenland: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind?

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

Wann kehren die Griechen ins EUR-Benchmarksegment zurück?

Nachdem Griechenland während der Staatsschuldenkrise noch zu den Sorgenkindern unter den EUR-Ländern zählte, haben sich die ökonomischen Rahmenbedingungen in den letzten Jahren deutlich verbessert. Dies zeigen auch die griechischen Banken durch vermehrte Kapitalmarktauftritte, u.a. mit Senior-Anleihen in EUR-Benchmarksize. Derzeit ist aber keine der Banken, auch wenn sie über ein Covered Bond-Programm verfügen, mit EUR-Benchmarkemissionen am Markt aktiv. Im Fokusartikel unserer Wochenpublikation werden wir entsprechend im Folgenden das Hauptaugenmerk auf Griechenland und die potenziellen Covered Bond-Emittenten aus dieser Jurisdiktion legen. Zur besseren Vergleichbarkeit stellen wir darüber hinaus ausgewählte Covered Bond-Märkte in Südeuropa vor.

Griechenlands Entwicklung: Vom Sorgenkind Europas...

In der europäischen Staatsschuldenkrise rückten die hohen Verschuldungsquoten einiger europäischer Staaten zusehends in den Fokus der internationalen Anleiheinvestoren. Infolgedessen stiegen die Renditen von Staatsanleihen einiger hoch verschuldeter EU-Mitglieder teilweise drastisch an. Insbesondere die Schuldentragfähigkeit Griechenlands wurde zunehmend angezweifelt. Final waren drei Hilfsprogramme in den Jahren 2010 bis 2015 und ein Schuldenschnitt (2012) nötig, um den vollständigen Zahlungsausfall Griechenlands zu verhindern. Im Gegenzug für die Hilfgelder verpflichtete sich das Land zu weitreichenden Sparmaßnahmen und Strukturreformen. Im Ergebnis konnte der Anstieg der Staatsverschuldung in den Jahren nach dem Schuldenschnitt begrenzt werden. Die Wirtschaft schrumpfte im Zeitraum zwischen Q2/2008 und Q2/2013, gemessen am realen BIP, um mehr als 25%. Erst gegen Ende des Jahres 2016 kehrte Griechenland auf einen langsamen, aber kontinuierlichen Wachstumspfad zurück, bis die COVID-19-Pandemie eine erneute Rezession auslöste.

Verschuldungsgrad gemessen am BIP



BIP-Wachstum (Y/Y)



...zum Wachstumstreiber der Eurozone

Nach dem deutlichen Wirtschaftseinbruch infolge der COVID-19-Pandemie erholte sich die griechische Wirtschaft schnell wieder. So weist Griechenland seit Mitte 2021 ein höheres BIP-Wachstum auf als die 27 EU-Mitgliedsstaaten im Durchschnitt. Bei gleichzeitiger Kostendisziplin konnte die Regierung in Athen ihre Haushaltslage in den vergangenen Jahren stetig verbessern und teilweise auch Überschüsse erzielen. Entsprechend sank der Verschuldungsgrad, gemessen am BIP, von einem Höchststand von über 200% während der Hochphase der Pandemie, auf knapp über 150% am aktuellen Rand. Ähnlich positiv entwickelte sich auch die Arbeitslosenquote: Von einem Höchststand von über 28% (September 2013) sank die Arbeitslosenquote deutlich und notierte, basierend auf Daten von Eurostat, im September 2025 bei 8,1%. Diese positiven Entwicklungen haben die Ratingagenturen zum Anlass genommen, die Einstufung Griechenlands in den letzten Jahren schrittweise anzuheben. Als erste Ratingagentur hob S&P im Oktober 2023 das Rating auf BBB- an, was die Rückkehr in das Investment Grade bedeutete. Die beiden anderen großen Ratingagenturen (Moody's und Fitch) zogen jeweils nach und hoben sukzessive die Ratingeinstufung des Landes ebenfalls über die Investment Grade-Schwelle an. Moody's führt seine aktuelle Ratingeinstufung von „BBB-“ (Outlook: Stable) u.a. auf den soliden Reformprozess in Griechenland zurück. Dieser führte laut den Risikoexperten zu signifikanten Verbesserungen bei der Stärke der staatlichen Institutionen sowie in den Bereichen Governance und Investitionen. Nichtsdestoweniger weist Moody's darauf hin, dass die Verschuldungsquote Griechenlands, gemessen am BIP, weiterhin hoch bleiben wird, trotz eines prognostizierten Rückgangs der staatlichen Schuldenlast. Mit Blick auf den griechischen Bankensektor heben die Ratingexperten hervor, dass sich dieser insbesondere bei den Indikatoren Problemerkreditquote, Rentabilität und Kapitalisierung in den letzten Jahren deutlich verbessert hat. Mit einem Ende des Aufwärtstrends rechnet Moody's am aktuellen Rand nicht.

	Oktober 2019	Oktober 2021	Oktober 2023	Oktober 2025
Fitch	BB-	BB	BB+	BBB-
Moody's	B1	Ba3	Ba3	Baa3
S&P	B+	BB	BBB-	BBB

Quelle: Ratingagenturen, NORD/LB Floor Research

NPL-Quoten verzeichnen deutlichen Rückgang

Zur Stabilisierung des griechischen Bankensystems wurde im Dezember 2019 das sog. „Hercules Asset Protection Scheme“ eingeführt. Das Instrument ermöglichte den Banken, ihr Volumen an notleidenden Krediten signifikant zu reduzieren, indem sie diese an ein SPV verkauften, das sie strukturiert an Investoren weiterveräußerte. Der griechische Staat gibt für die Senior-Tranche dieser strukturierten Wertpapiere eine Staatsgarantie, wenn diese über ein Investment Grade-Rating verfügen und die anderen Tranchen bereits an private Investoren verkauft wurden. Unter dem Programm konnten die griechischen Banken das Volumen der notleidenden Kredite auf ihren Bilanzen deutlich reduzieren. So fiel die NPL-Quote von knapp unter 35% (Q2/2020) auf 3,2% zum Stand Ende Juni 2025. Entsprechend scheint das Programm seinen Zweck erfüllt zu haben. Mit Blick auf die Preisentwicklung am griechischen Immobilienmarkt lässt sich ein anhaltender Anstieg über die letzten Jahre konstatieren. Typischerweise verfügen Hypothekendarlehen in Griechenland über eine variable Verzinsung. In den vergangenen Jahren wurden jedoch zunehmend fest verzinsten Kredite populärer. So verfügten im Jahr 2024 rund 70% aller neu vergebenen Hypothekendarlehen über einen festen Zinssatz.

Residential House Prices (Y/Y)



NPL-Quote



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Griechische Banken und Covered Bond-Programme

Covered Bonds in Fremdwährungen werden aktuell von vier griechischen Banken emittiert. Hierbei handelt es sich um: Eurobank, Piraeus Bank, National Bank of Greece sowie Alpha Bank. Im März des laufenden Jahres wurde das Rating der Covered Bond-Programme aller vier Banken von der Agentur Moody's von „A1“ auf die Note „Aa3“ angehoben ([wir berichteten](#)). Dies geschah als Reaktion auf die Upgrades des Local-Currency Bond Ceilings Griechenlands und des Sovereign-Ratings von „Baa1“ auf „Baa3“. „Aa3“ ist demnach nun die bestmögliche Ratingeinstufung, mit der Covered Bond-Programme aus Griechenland von Moody's versehen werden können. Der Collateral Score, mit dem Moody's die Qualität der Deckungsstücke bewertet (niedrige Werte indizieren eine höhere Qualität), sind für die griechischen Banken mit 10,0% für die National Bank of Greece, die Eurobank und die Alpha Bank bzw. 10,7% für die Piräus Bank im internationalen Vergleich recht hoch. Dies kann u.a. aber auch auf die relative Größe des Covered Bond-Marktes zurückgeführt werden. Laut aktuellen ECBC-Daten für das Gesamtjahr 2024 verfügt Griechenland insgesamt lediglich über ein ausstehendes Covered Bond-Volumen von knapp EUR 9,8 Mrd., wobei hier auch Fremdwährungen berücksichtigt werden. Im internationalen Vergleich ist dieses besonders im Verhältnis zu den „Schwergewichten“ Frankreich (EUR 502 Mrd.), Dänemark (EUR 460 Mrd.; hauptsächlich zur Refinanzierung von Hypothekendarlehen auf dem lokalen Markt und in DKK denominiert; [wir berichteten](#)) und Deutschland (EUR 399 Mrd.) sehr gering. Im EUR-Benchmarksegment sind griechische Banken aktuell nicht vertreten, hier gab es zuletzt im Januar 2018 einen Primärmarktauftritt der Alpha Bank (EUR 500 Mio.; 5,0y). Zuvor waren auch bereits die Eurobank und die National Bank of Greece mit Covered Bonds in diesem Marktsegment aktiv, wobei die „Premierentransaktion“ auf die National Bank of Greece im September 2009 zurückgeht (EUR 1,5 Mrd.).

Griechische Covered Bond-Programme im Überblick

Issuer ¹	Cover Pool Volume ²	Covered Bonds outstanding ²	CB Rating	OC (%)	TPI Leeway	Collateral Score	LTV (unindexed)	NPL
Eurobank (CBP II)	2.70	2.44	- / Aa3 / -	10.5%	1	10.0%	51.8%	0.5%
Piräus Bank	3.40	2.50	- / Aa3 / -	36.0%	2	10.7%	70.2%	0.0%
National Bank of Greece (CBP I)	1.87	1.50	- / Aa3 / -	24.5%	1	10.0%	65.9%	0.0%
Alpha Bank (CBP II)	2.47	2.40	- / Aa3 / -	3.0%	2	10.0%	48.8%	0.0%

¹ Cover Pool-Daten zum Stichtag 30. Juni 2025; ² in EUR Mrd.

Quelle: Emittenten, Moody's, NORD/LB Floor Research

Vergleich mit anderen Covered Bond-Jurisdiktionen: Italien

Im Vergleich zu Griechenland können italienische Banken von einem etablierten Covered Bond-Markt profitieren. Aktuell verfügt Italien nach ECBC-Daten (Stand: 2024) über ein gesamtes ausstehendes Covered Bond-Volumen von EUR 161 Mrd. Darunter verteilen sich aktuell EUR 49,1 auf Emissionen im EUR-Benchmarksegment, bei elf aktiven Instituten. Italienische Covered Bond-Programme können dabei, wie auch die griechischen Banken, aufgrund des Country Ceilings maximale Ratingeinstufungen von AA/Aa3/AA (Fitch/Moody's/S&P) erreichen. Dominiert wird dieses Marktsegment von der Credit Agricole Italia mit einem ausstehenden Volumen von EUR 10,3 Mrd. bei 14 ISINs, gefolgt von der Intesa Sanpaolo (EUR 7,5 Mrd.; sieben Bonds) und der Mediobanca (EUR 6,5 Mrd.; acht Bonds). Im laufenden Jahr haben wir bereits Neuemissionen italienischer Emittenten im Gesamtvolumen von EUR 4,4 Mrd. gesehen und rechnen noch mit EUR 2,5 Mrd. an weiteren Emissionen. Bei Fälligkeiten in Höhe von EUR 9,5 Mrd. würde das Nettoneuemissionsvolumen (Net Supply) dann bei EUR -2,7 Mrd. liegen, was einen schrumpfenden Markt bedeuten würde, nachdem dieser im vorherigen Jahr um EUR 1,5 Mrd. gewachsen ist. Aktuell gibt es mehrere laufende Übernahmeprozesse auf dem italienischen Bankenmarkt. So hat die Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) Anfang des Jahres bekanntgegeben, die Mediobanca übernehmen zu wollen und als Folge ihren Aktienanteil bereits auf über 80% ausgebaut. Auch die BPER Banca hat zu Jahresbeginn erstmals über die geplante Übernahme der Banca Popolare di Sondrio berichtet und besitzt inzwischen bereits mehr als 80% der ausstehenden Anteile. Diese Konsolidierung auf dem italienischen Bankenmarkt könnte sich je nach Behandlung der Cover Pools auch auf die Größe der Covered Bond-Programme auswirken. So würde die MPS in Folge eines Zusammenlegens der Cover Pools mit einem gesamten ausstehenden Volumen von EUR 10,7 Mrd. dann zum größten Benchmarkemittenten Italiens aufsteigen.

Vergleich mit anderen Covered Bond-Jurisdiktionen: Spanien

Im Vergleich zu griechischen und italienischen Covered Bond-Programmen können spanische Emittenten vom jeweiligen Bestrating der Agenturen (AAA/Aaa/AAA) für ihre Covered Bonds profitieren. Ähnlich wie Italien verfügt auch Spanien über einen etablierten Covered Bond-Markt und wies laut ECBC-Daten zum Jahresende 2024 ein ausstehendes Volumen von EUR 209 Mrd. auf, wovon tagesaktuell EUR 44,3 Mrd. dem EUR-Benchmarksegment zuzurechnen sind. Über die Hälfte dieses Volumens (EUR 23 Mrd.; 18 ISINs) entfällt dabei allein auf die Banco Santander. Die ausstehenden Volumina der Banco de Sabadell (EUR 5,9 Mrd.; sechs Bonds) sowie der CaixaBank (EUR 5,7 Mrd.; vier Bonds) liegen deutlich dahinter. Bisher durften wir aus Spanien im Jahr 2025 von EUR 3,3 Mrd. an Neuemissionen berichten und erwarten für den Rest des Jahres noch EUR 1 Mrd. Bei Fälligkeiten in Höhe von EUR 17,3 Mrd. würde dies für einen deutlich schrumpfenden Markt (EUR -13 Mrd.) sprechen. In Spanien ist dieses Phänomen allerdings schon länger zu beobachten, was hauptsächlich auf ein starkes Einlagenniveau zurückzuführen ist. Spanische Banken sind daher bei der Refinanzierung weniger abhängig von Wholesale-Instrumenten wie Covered Bonds. Auch hier gibt es aktuell einen laufenden Übernahmeprozess, konkret plant die BBVA eine Übernahme der Banco de Sabadell. Im Vergleich zu den oben genannten Prozessen in Italien ist dieser allerdings weit weniger weit vorangeschritten, das offizielle Angebot der BBVA an die Aktionäre der Banco de Sabadell für einen Aktientausch endete am 10. Oktober. Ergebnisse sind noch nicht bekanntgegeben worden. Im EUR-Benchmarksegment könnte die BBVA damit zum zweitgrößten Covered Bond-Emittenten aus Spanien aufsteigen.

Vergleich mit anderen Covered Bond-Jurisdiktionen: Portugal

Rein von der Größe des Covered Bond-Marktes ist Portugal am ehesten mit Griechenland zu vergleichen, auch wenn das gesamte ausstehende Covered Bond-Volumen laut ECBC-Daten (Dezember 2024) mit EUR 40,1 Mrd. immer noch deutlich über dem des griechischen Marktes liegt. Im EUR-Benchmarksegment liegt das ausstehende Volumen aktuell bei EUR 7,4 Mrd. und verteilt sich auf drei Institute, nachdem der letzte ausstehende Bond der Caixa Economica Montepio Geral im November 2024 fällig geworden ist. Unter den aktiven Instituten dominiert die Banco Santander Totta mit EUR 4,1 Mrd. (fünf ISINs), die Banco BPI und die Novo Banco haben lediglich EUR 1,8 Mrd. bzw. EUR 1,5 Mrd. (jeweils drei Bonds) ausstehend. Die Banco Santander Totta und die Banco BPI sind dabei jeweils Tochtergesellschaften spanischer Institute. Die Novo Banco befindet sich aktuell im Besitz des Private Equity-Unternehmens Lone Star, soll aber von der französischen BPCE im Laufe des Jahres 2026 übernommen werden. Das bisherige Emissionsvolumen von EUR 2 Mrd. im laufenden Jahr deckt sich mit unseren Erwartungen, sodass wir hier nicht mit weiteren Neuemissionen rechnen. Da 2025 keine Fälligkeiten zu verzeichnen waren, ist der Markt damit im Vergleich zu den vorher betrachteten Jurisdiktionen leicht gewachsen.

Ausblick und Fazit

Während Griechenland Anfang bis Mitte der 2010er Jahre definitiv als das Sorgenkind Europas bezeichnet werden konnte, hat sich die Situation inzwischen deutlich (und nachhaltig) stabilisiert. Unter anderem aufgrund einer starken Kostendisziplin und einem besonders nach der COVID-19-Pandemie starken Wirtschaftswachstum, welches im Durchschnitt über dem aller anderen EU-Mitgliedsstaaten lag, konnte sich die Haushaltslage des griechischen Staates stark verbessern. Dies wurde auch seitens der Ratingagenturen mit mehreren Upgrades „gewürdigt“. Gleichzeitig gelang es den Banken mithilfe von Instrumenten wie dem „Hercules Asset Protection Scheme“, ihr Volumen an notleidenden Krediten signifikant zu reduzieren. Unserer Ansicht nach ist es also nur eine Frage der Zeit, bis die positive Entwicklung auch zu verstärkten Auftritten griechischer Emittenten auf dem Covered Bond-Markt führt. Insgesamt lässt sich dieser besonders im Vergleich zu den anderen südeuropäischen Jurisdiktionen noch als sehr klein bezeichnen, auch wenn die Ratings der Covered Bond-Programme inzwischen auf einem Niveau mit denen Italiens notieren. Wir sehen also deutliches Potenzial und würden es begrüßen, wenn griechische Banken im kommenden Jahr wieder auf dem Primärmarkt für Covered Bonds im EUR-Benchmarksegment aktiv werden!

SSA/Public Issuers

Agencies und Abwicklungsinstrumente nach BRRD

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Tobias Cordes, CIAA

Das EU-Parlament verabschiedete am 15. April 2014 Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Banken und Investmentfirmen: Die [BRRD](#)

Im Sommer 2013 einigte sich der Rat der EU beim Treffen des Economic and Financial Affairs Councils auf eine gemeinsame Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Banken und Investmentfirmen: Die Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD). Am 15. April 2014 verabschiedete das EU-Parlament schließlich die Richtlinie. Ziel dieser ist es, nationalen Institutionen Befugnisse und Instrumente einzuräumen, um Banken Krisen vorzubeugen und Finanzinstitute, sofern notwendig, unter Minimierung der Verluste für die Steuerzahler sowie unter Wahrung wichtiger Bankfunktionen geordnet abwickeln zu können. Die Einführung der BRRD erfolgte gemäß Art. 130 BRRD über die Umwandlung in nationales Recht zum 01. Januar 2015. In Deutschland wurde dies über das [Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen \(SAG\)](#) umgesetzt. Die Einführung des Bail-in-Instruments (siehe unten) über die Umwandlung in nationales Recht erfolgte mit einer längeren Frist hingegen zum 01. Januar 2016.

Instrumente auf drei Krisenebenen: Vorbereitend und vorsorglich (I), frühe Intervention (II) und Abwicklung (III)

Auf drei Ebenen räumt die Richtlinie nationalen Abwicklungsinstitutionen Befugnisse ein: Zur Vorbereitung und Vorsorge (I) werden Finanzinstitute zur Erstellung von mindestens jährlich oder anlassbezogen zu aktualisierenden Sanierungsplänen verpflichtet. Diese müssen die Prozesse beinhalten, die die Institute zur eigenen Sanierung im Falle einer deutlichen Verschlechterung der Finanzsituation durchführen würden. Abwicklungsbehörden müssen demgegenüber Abwicklungspläne für jedes Finanzinstitut entwerfen, die angewendet werden würden, sofern ein Institut die entsprechenden Bedingungen für eine Abwicklung erfüllt. Die entsprechenden Vorschriften für diese Ebene werden innerhalb der BRRD in den Art. 4 bis 26 beschrieben. Auf der Ebene der frühen Intervention (II), die durch die Art. 27 bis 30 abgedeckt wird, wird es Abwicklungsinstitutionen ermöglicht, z.B. spezielle Manager zur Leitung eines Finanzinstituts einzuberufen, wenn sich die Finanzlage des Instituts deutlich verschlechtert hat oder ernste Gesetzesverstöße vorliegen. Auf der Ebene der Abwicklung (III) stehen gemäß Art. 31 bis 86 BRRD nachstehende vier Instrumente zur Verfügung.

Kern des Abwicklungsplans

Den Kern des Abwicklungsplans bilden die möglichen Abwicklungsmaßnahmen, für die vier Instrumente zur Verfügung stehen:

- Unternehmensveräußerung (Sale of Business)
- Brückeninstitut
- Ausgliederung von Vermögenswerten (Asset separation)
- Gläubigerbeteiligung (Bail-in)

In der Verordnung [\(EU\) 2016/1075](#) werden weitere essenzielle Inhalte genannt. Eine Abwicklung kann nur erfolgen, wenn die oben genannten Abwicklungsvoraussetzungen erfüllt sowie die Abwicklungsziele eingehalten werden.

Abwicklungsinstrumente im Überblick (verkürzt und zusammengefasst)

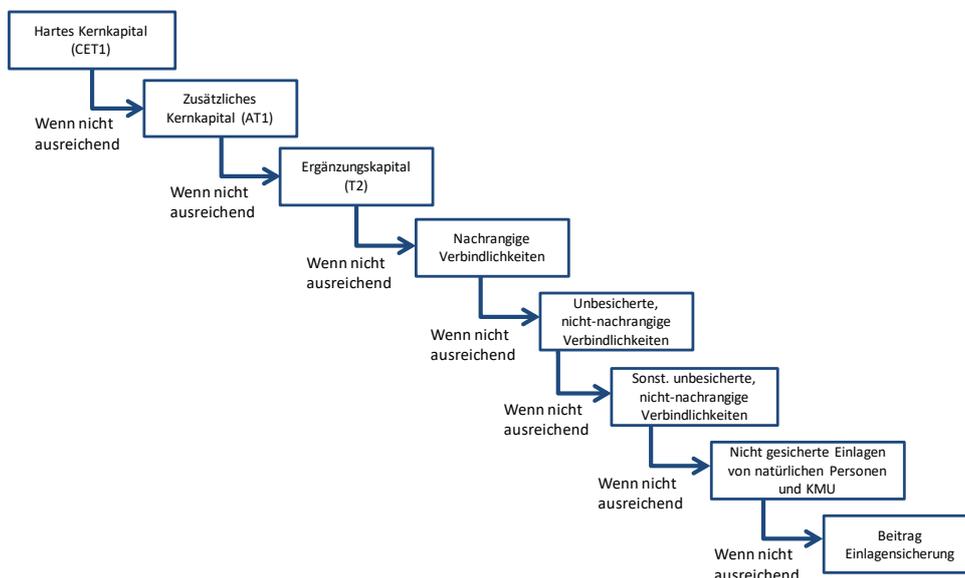
	Sale of Business (Art. 38-39 BRRD)	Brückeninstitut (Art. 40-41 BRRD)	Asset separation (Art. 42 BRRD)	Bail-in (Art. 43ff. BRRD)
Grundidee	Übertragung von Anteilen an dem abzuwickelnden Institut oder einigen oder allen Aktiva oder Passiva des Instituts an einen bestehenden übernehmenden Rechtsträger	Fortführung tragfähiger Teile des Unternehmens	Auslagerung von Teilen des Unternehmens oder eines schon errichteten Brückeninstituts auf eine behördlich kontrollierte Zweckgesellschaft (Asset Management Vehicle; AMV)	Verbesserung der Kapitalbasis des Instituts durch Kürzung von Verbindlichkeiten oder Umwandlung von Verbindlichkeiten in Eigenkapital
Beschreibung	Grundsätzlich (Ausnahmen möglich) zu kommerziellen Konditionen; vorherige Bewertung. Gegenleistungen an Institut bzw. bisherige Anteilseigner hoheitlich durch Abwicklungsbehörde; übernehmender Rechtsträger tritt hinsichtlich Zulassungen, Mitgliedschaften etc. in die Position des abzuwickelnden Instituts	Brückeninstitut wird von Abwicklungsbehörde errichtet und von ihr oder anderen öffentlichen Behörden kontrolliert; Übertragung von Anteilen oder Aktiva/Passiva auf das Brückeninstitut zu Regeln, die dem Sale of Business ähneln. Brückeninstitut wird ggf. als Bank lizenziert und beaufsichtigt. Zweck: Kontinuität bestimmter oder aller Funktionen, Dienste und Tätigkeiten des abzuwickelnden Instituts	Umfasst sowohl Aktiva als auch Passiva. Unterschied zum Brückeninstitut: Ziel der Zweckgesellschaft ist die Veräußerung oder geordnete Liquidation, nicht Fortführung der Tätigkeit. Gegenleistung (kann auch in Schuldtiteln des AMV bestehen) für das Institut wird von Abwicklungsbehörde nach Bewertung festgesetzt	Kürzung/Umwandlung von Verbindlichkeiten orientiert sich an der Haftungskaskade und dem benötigten Kapital

Quelle: BRRD, Deutsche Bundesbank, NORD/LB Floor Research

Bail-in-Instrument mit größten Implikationen für Agencies

Die größten Implikationen für Agencies birgt dabei das Bail-in-Instrument, da hier die Möglichkeit einer Abschreibung der ausstehenden Verbindlichkeiten der Agency besteht. Konkret könnten damit Gläubiger durch Haircuts an der Sanierung einer Agency beteiligt werden, sofern sich die vorgelagerten Haftungsstufen als nicht ausreichend erweisen. Die weiteren gesetzlichen Ausnahmeregelungen vom Bail-in-Instrument erlauben jedoch einen erheblichen Gestaltungsspielraum auf einer diskretionären Basis, der u.E. nach insbesondere für Agencies relevant ist.

Vereinfachte Haftungskaskade des Bail-in-Instruments



Quelle: NORD/LB Floor Research

Gesetzlich vorgesehene Ausnahmen vom Bail-in (Art. 44(2) BRRD) (verkürzt und zusammengefasst)

Gedekte Einlagen // Besicherte Verbindlichkeiten (einschl. Covered Bonds) bis zum Wert der Sicherheit

Treuhandverbindlichkeiten u.ä. // Interbankverbindlichkeiten mit Anfangslaufzeit <7 Tage

Verbindlichkeiten aus Teilnahme an Payment and Securities Settlement Systems gem. [Richtlinie 98/26/EC](#)

Verbindlichkeiten aus festen Gehaltsbestandteilen // Verbindlichkeiten aus Beschaffung kritischer Waren/Dienstleistungen

Verbindlichkeiten aus Steuer oder Sozialversicherung, sofern nach nationalem Insolvenz-/Zivilrecht geschützt

Fällige Beiträge für Einlagensicherungsmechanismen

Quelle: BRRD, Deutsche Bundesbank, NORD/LB Floor Research

Ausnahmen vom Bail-in, sofern ... (Art. 44(3) BRRD)

(a)... für diese Verbindlichkeiten trotz redlicher Bemühungen der Abwicklungsbehörde ein Bail-in innerhalb einer angemessenen Frist nicht möglich ist,

(b)... der Ausschluss zwingend erforderlich und angemessen ist, um die Kontinuität der kritischen Funktionen und Kerngeschäftsbereiche sicherzustellen, sodass die Fähigkeit des in Abwicklung befindlichen Instituts, die wichtigsten Geschäfte, Dienstleistungen und Transaktionen fortzusetzen, aufrechterhalten wird,

(c)... der Ausschluss zwingend erforderlich und angemessen ist, um die Gefahr einer ausgedehnten Ansteckung – vor allem in Bezug auf erstattungsfähige Einlagen von natürlichen Personen, Kleinstunternehmen und kleinen und mittleren Unternehmen – abzuwenden, die das Funktionieren der Finanzmärkte, einschließlich der Finanzmarktinfrastrukturen, derart stören würde, dass dies die Wirtschaft eines Mitgliedstaats oder der Union erheblich beeinträchtigen könnte, oder

(d)... die Anwendung des Bail-in-Instruments auf diese Verbindlichkeiten zu einer Wertvernichtung führen würde, bei der die von anderen Gläubigern zu tragenden Verluste höher wären, als wenn diese Verbindlichkeiten vom Bail-in ausgeschlossen würden.

Quelle: BRRD, NORD/LB Floor Research

Direkte Beteiligung der nationalen Abwicklungsinstitution durch Verlustdeckung oder Anteilerwerb

Entscheidet die nationale Abwicklungsbehörde, eine bestimmte Verbindlichkeit aufgrund einer der vier Ausnahmegründe nicht für den Bail-in heranzuziehen, kann sich der nationale Abwicklungsfonds direkt an der Abwicklung beteiligen. Somit ist es möglich, dass der Abwicklungsfonds die Verluste deckt, die nicht über die bereits in den Bail-in einbezogenen Verbindlichkeiten gedeckt wurden. Auch der Erwerb von Aktien oder ähnlichen Anteilsinstrumenten des abzuwickelnden Instituts ist zur Rekapitalisierung möglich. Für die direkte Beteiligung gelten dabei gemäß Art. 44(5) grundsätzlich zwei Bedingungen: Zum einen muss bereits ein Bail-in von mind. 8% der Verbindlichkeiten (inkl. Eigenkapital) durchgeführt worden sein. Zum anderen darf sich der Beitrag des Abwicklungsfonds auf max. 5% der Verbindlichkeiten (inkl. Eigenkapital) des abzuwickelnden Instituts belaufen.

Für welche Agencies ergeben sich Implikationen aus der BRRD?

Grundsätzlich sind von der BRRD sämtliche Agencies betroffen, die unter die Definition von Kreditinstituten und Investmentfirmen der EU fallen. Investmentfirmen werden dabei über Art. 2(1) Nr. 2 BRRD in Verbindung mit Art. 4(1) & (2) CRR abgegrenzt. Für Kreditinstitute, auf die die BRRD zutrifft, ergibt sich die Definition aus Art. 2(1) Nr. 2 BRRD in Verbindung mit Art. 4(1) Nr. 1 CRR: Ein Kreditinstitut ist ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung zu gewähren. Ausnahmen von der BRRD sieht die Richtlinie im Rahmen von Art. 2(1) Nr. 2 BRRD vor, wo auf Art. 2(5) [CRD](#) verwiesen wird. Hier werden explizit Institute aufgelistet, die vom Geltungsbereich der CRD und damit auch von der BRRD ausgenommen sind. Diese Liste wurde mit Gültigkeit zum 07. Juni 2019 in der [Richtlinie \(EU\) 2019/879](#) angepasst.

Für folgende Institute ist die BRRD nicht maßgeblich (Ausnahmen von der BRRD):

Land / Region	Ausnahmen
EU	Zentralbanken der Mitgliedstaaten Postgiroämter
Dänemark	„Eksport Kredit Fonden“, „Eksport Kredit Fonden A/S“, „Danmarks Skibskredit A/S“ und „KommuneKredit“ „Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)“, „Landwirtschaftliche Rentenbank“, „Bremer Aufbau-Bank GmbH“, „Hamburgische Investitions- und Förderbank“, „Investitionsbank Berlin“, „Investitionsbank des Landes Brandenburg“, „Investitionsbank Schleswig-Holstein“, „Investitions- und Förderbank Niedersachsen — NBank“, „Investitions- und Strukturbank Rheinland-Pfalz“, „Landeskreditbank Baden-Württemberg — Förderbank“, „LfA Förderbank Bayern“, „NRW.BANK“, „Saarländische Investitionskreditbank AG“, „Sächsische Aufbaubank — Förderbank“, „Thüringer Aufbaubank“, Unternehmen, die aufgrund des Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes als Organe der staatlichen Wohnungspolitik anerkannt sind und nicht überwiegend Bankgeschäfte betreiben, sowie Unternehmen, die aufgrund dieses Gesetzes als gemeinnützige Wohnungsunternehmen anerkannt sind
Estland	„Hoiu-laenuühistud“, die nach dem „hoiu-laenuühistu seadus“ als genossenschaftliche Unternehmen anerkannt sind
Irland	„Strategic Banking Corporation of Ireland“, Kreditgenossenschaften („credit unions“) und Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit („friendly societies“)
Griechenland	„Tamio Parakatathikon kai Danion“
Spanien	„Instituto de Crédito Oficial (ICO)“
Frankreich	„Caisse des Dépôts et Consignations (CDC)“
Kroatien	„Kreditne unije“ und die „Hrvatska banka za obnovu i razvitak“
Italien	„Cassa Depositi e Prestiti (CDP)“
Lettland	„Krājaizdevu sabiedrības“, d.h. die Unternehmen, die nach dem einschlägigen Gesetz („krājaizdevu sabiedrību likums“) als genossenschaftliche Unternehmen anerkannt sind und die Finanzdienstleistungen nur ihren Mitgliedern anbieten
Litauen	Andere Kreditgenossenschaften („kredito unijos“) als die „centrinės kredito unijos“
Ungarn	„MFB Magyar Fejlesztési Bank Zártkörűen Működő Részvénytársaság“ und die „Magyar Export-Import Bank Zártkörűen Működő Részvénytársaság (EXIM)“
Malta	„Malta Development Bank“
Niederlande	„Nederlandse Investeringsbank voor Ontwikkelingslanden NV“, die „NV Noordelijke Ontwikkelingsmaatschappij“, das „NV Limburgs Instituut voor Ontwikkeling en Financiering“, die „Ontwikkelingsmaatschappij Oost-Nederland NV“ und „kredietunies“
Österreich	Unternehmen, die als gemeinnützige Bauvereine anerkannt sind, und die „Österreichische Kontrollbank (OeKB)“
Polen	„Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo – Kredytowe“ und „Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK)“
Portugal	Sparkassen („Caixas Económicas“), die bereits am 01. Januar 1986 bestanden, mit Ausnahme derjenigen, die die Form von Gesellschaften mit Haftungsbeschränkung haben und der „Caixa Económica Montepio Geral“
Slowenien	„SID-Slovenska izvozna in razvojna banka, d.d. Ljubljana (SID Bank)“
Finnland	„Teollisen yhteistyön rahasto Oy/Fonden för industriellt samarbete AB“ und die „Finnvera Oyj/Finnvera Abp“
Schweden	„Svenska Skeppshypotekskassan“
Vereinigtes Königreich	„National Savings and Investments (NS&I)“, die „CDC Group plc“, die „Agricultural Mortgage Corporation Ltd“, die „Crown Agents for overseas governments and administrations“, Kreditgenossenschaften („credit unions“) und kommunale Sparkassen („municipal banks“)

Quelle: CRD, NORD/LB Floor Research

Einige deutsche Förderbanken „entfliehen“ der EZB-Aufsicht

Wie aus der Liste oben ersichtlich, sind einige deutsche Förderbanken aus der Regulatorik nach BRRD ausgeschieden. Insofern gelten für diese die nationalen Bestimmungen. Größere Auswirkungen erwarten wir aus diesem Umstand allerdings nicht, zumal sich die nationale Aufsicht in dieser Hinsicht nur unwesentlich von der BRRD unterscheidet. Für weitere Informationen zur regulatorischen Behandlung deutscher Förderinstitute verweisen wir auf unseren [Issuer Guide – Deutsche Agencies](#).

Ex- und implizite Garantieregelungen dürften Bail-in vermeiden; keine Anwendung der BRRD für Non-financial Agencies

Neben diesen definierten Ausnahmen von der BRRD gehen wir davon aus, dass zumindest das Bail-in-Instrument nicht bei den Instituten Anwendung finden würde, die über einen Haftungsmechanismus verfügen. Hier würde u.E. der jeweilige Mechanismus wirken, noch bevor ein Bail-in erforderlich wäre. Auch bei Agencies, die über eine implizite Haftung wie z.B. den EP-Status in Frankreich verfügen, würden wir keinen Bail-in erwarten. Die Regelungen der Anstaltslast, der Gewährträgerhaftung, der Maintenance Obligation und des französischen EP-Status würden aus unserer Sicht ebenfalls dazu führen, dass kein Bail-in bei den jeweiligen Agencies erfolgt. Bei Agencies, die nicht als Kreditinstitute agieren, findet die BRRD keine Anwendung.

BRRD von hoher Relevanz für Financial Agencies ohne ex- oder implizite Garantie

Unsicherheit liegt u.E. bei den Agencies vor, die als Banken agieren und über keine ex- oder implizite Garantie verfügen. Speziell für die niederländische BNG sowie NWB und die schwedische SEK dürfte die BRRD daher von hoher Relevanz sein. Wir gehen davon aus, dass diese Institute Unterstützungsmaßnahmen vom Staat erfahren würden, sofern sich Schwierigkeiten ergeben. Zu stark ist die Bedeutung der Agencies für ihren jeweiligen Staat bzw. öffentlichen Sektor, als dass hier ein Bail-in erfolgen sollte. Würde dennoch ein Bail-in erfolgen, gehen wir davon aus, dass die Ratings von Financial Agencies ohne ex- oder implizite Garantie künftig nicht mit den Ratings der jeweiligen Staaten gleichgesetzt werden. Ferner sehen wir eine Ansteckungsgefahr: Würde etwa bei der BNG oder der NWB ein Bail-in erfolgen, hätte dies nach unserem Dafürhalten fatale Folgen für die jeweils andere Agency, die dann einen deutlichen Spread- und Refinanzierungskostenanstieg aufweisen würde. Dies würde sich wiederum nachteilig auf die Finanzierungsbedingungen des öffentlichen Sektors in den Niederlanden auswirken. National bestünde hier daher durchaus Raum dafür, Senior Debt von einem Bail-in auszuschließen, insbesondere vor dem Hintergrund, dass Ausnahmeregelungen bei Risiko von Ansteckungseffekten genutzt werden könnten. Ähnlich wäre dies u.E. bei der SEK, die das Rückgrat zur schwedischen Exportförderung darstellt. Würde hier ein Bail-in erfolgen, könnte dies das gesamte staatliche Exportförderungssystem gefährden, was sich unmittelbar auf die schwedische Exportwirtschaft auswirken würde. Wir sehen hier eine hohe Ansteckungsgefahr, die nationalen Abwicklungsinstitutionen den Raum gewähren würde, Senior Debt von einem Bail-in auszuschließen.

Anwendung der BRRD / des Bail-in-Instruments bei europäischen Agencies

Agency	Land	Financial	BRRD-Ausnahme	Garantie	EK-Quote	EK-Quote (inkl. Nachrang)
KfW	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
Rentenbank	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
FMS-WM	Deutschland	Nein				BRRD findet keine Anwendung
EAA	Deutschland	Nein				BRRD findet keine Anwendung
NRW.BANK	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
L-Bank	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
WIBank	Deutschland	Ja	Nein	Explizit		u.E. kein Bail-in
LfA	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
IB.SH	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
BayernLabo	Deutschland	Ja	Nein	Explizit		u.E. kein Bail-in
IBB	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
ILB	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
SAB	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
ISB	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
IFBHH	Deutschland	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung

Anm.: Zahlen per 31. Dezember 2024.

Quelle: BRRD, CRD, Emittenten, NORD/LB Floor Research

Anwendung der BRRD / des Bail-in-Instruments bei europäischen Agencies (fortgeführt)

Agency	Land	Financial	BRRD-Ausnahme	Garantie	EK-Quote	EK-Quote (inkl. Nachrang)
CADES	Frankreich	Nein				BRRD findet keine Anwendung
AFD	Frankreich	Ja	Nein	Implizit		u.E. kein Bail-in
Unédic	Frankreich	Nein				BRRD findet keine Anwendung
CDC	Frankreich	Ja	Ja			BRRD findet keine Anwendung
Bpifrance	Frankreich	Ja	Nein	Implizit		u.E. kein Bail-in
SAGESS	Frankreich	Nein				BRRD findet keine Anwendung
AFL	Frankreich	Ja	Nein	Explizit		u.E. kein Bail-in
SFIL	Frankreich	Ja	Nein	Implizit		u.E. kein Bail-in
SGP	Frankreich	Nein				BRRD findet keine Anwendung
3CIF	Frankreich	Ja	Nein	Explizit		u.E. kein Bail-in
ALS	Frankreich	Ja	Nein	Implizit		u.E. kein Bail-in
BNG	Niederlande	Ja	Nein	-	3,73%	3,74%
NWB	Niederlande	Ja	Nein	-	2,65%	3,07%
FMO	Niederlande	Ja	Nein	Implizit		u.E. kein Bail-in
OeKB	Österreich	Ja	Ja			BRRD findet keine Anwendung
ÖBB-Infrastruktur	Österreich	Nein				BRRD findet keine Anwendung
ASFINAG	Österreich	Nein				BRRD findet keine Anwendung
KBN	Norwegen	Ja	Nein	Implizit		u.E. kein Bail-in
SEK	Schweden	Ja	Nein	-	6,68%	6,68%
Kommuninvest	Schweden	Ja	Nein	Explizit		u.E. kein Bail-in
MuniFin	Finnland	Ja	Nein	Explizit		u.E. kein Bail-in
KommuneKredit	Dänemark	Ja	Ja	Explizit		BRRD findet keine Anwendung
Finnvera	Finnland	Ja	Ja			BRRD findet keine Anwendung
ICO	Spanien	Ja	Ja			BRRD findet keine Anwendung
FADE	Spanien	Nein				BRRD findet keine Anwendung
ADIF-AV	Spanien	Nein				BRRD findet keine Anwendung
CORES	Spanien	Nein				BRRD findet keine Anwendung
CDP	Italien	Ja	Ja			BRRD findet keine Anwendung
REFER	Portugal	Nein				BRRD findet keine Anwendung
BGK	Polen	Ja	Ja			BRRD findet keine Anwendung
EXIM	Ungarn	Ja	Ja			BRRD findet keine Anwendung
MFB	Ungarn	Ja	Ja			BRRD findet keine Anwendung
Dexia	Belgien / Frankreich	Ja	Nein			u.E. kein Bail-in
DBJ	Japan					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
JBIC	Japan					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
JFM	Japan					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
KDB	Südkorea					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
KEXIM	Südkorea					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
IBK	Südkorea					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
CDB	China					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
EXIMCH	China					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
EDC	Kanada					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs
NZLGFA	Neuseeland					BRRD findet keine Anwendung, da außerhalb des Geltungsbereichs

Anm.: Zahlen per 31. Dezember 2024.

Quelle: BRRD, CRD, Emittenten, NORD/LB Floor Research

Vorheriger Bail-in von mind. 8% der Bilanzsumme für Stützung durch den Abwicklungsfonds notwendig

Bevor ein nationaler Abwicklungsfonds sich direkt an einem Institut beteiligen und somit die jeweilige Agency unterstützen könnte, wäre dabei zuvor ein Bail-in von mindestens 8% der Bilanzsumme erforderlich. Dies führt bei den Financial Agencies ohne ex- oder implizite Garantie dazu, dass künftig die Eigenkapitalquote und der Anteil nachrangiger Verbindlichkeiten, die in der Haftungskaskade jeweils über Senior Debt stehen, bei der Fundamentalanalyse verstärkt in den Vordergrund treten. Übertrifft die Quote aus Eigen- und Nachrangkapital gegenüber der Bilanzsumme 8%, wäre hier grundsätzlich eine Beteiligung des Abwicklungsfonds in Krisensituationen ohne Abschreibung von Senior Debt denkbar.

BNG und NWB im besonderen Fokus

Anhand der Kapitalquoten wird deutlich, dass speziell die BNG, die NWB und die SEK durch die BRRD leicht unter Druck geraten. So sind die Kapitalquoten der genannten Agencies recht deutlich unter der 8%-Schwelle, was zu einem inhärenten Risiko durch die Anwendung des Bail-in-Instruments führt. Nationale Abwicklungsfonds könnten ohne ein Mindest-Bail-in von 8% nicht eingreifen. Die NWB hielt 2017, wie auch in den vorherigen Jahren, nicht die unter Basel III ab 01. Januar 2018 von ihr verlangte Leverage Ratio von 3% ein, was ab 2018 einen verstärkten Aufbau des Eigenkapitalpuffers zur Folge hatte. Seit 2022 lag die „klassische“ Leverage Ratio schließlich dauerhaft – wenn auch nur marginal – oberhalb der regulatorischen Mindestgrenze und belief sich zum Bilanzstichtag 2024 auf rund 3,1%. Die der BNG betrug im abgelaufenen Geschäftsjahr 3,7%. Für weitere Informationen zu den relevanten Bilanzkennzahlen der niederländischen Kommunalfinanzierer verweisen wir auf unseren [Issuer Guide – Niederländische Agencies](#). Auch wenn in den vergangenen Jahren teilweise eine Verbesserung, zumindest aber eine Stabilisierung oberhalb der 3%-Marke, der Kennzahl zu erkennen war, gehen wir vor dem Hintergrund des risikoarmen Geschäftsmodells nicht davon aus, dass in der näheren Zukunft eine Eigenkapitalquote (auch inkl. Nachrangkapital) von 8% erreicht wird. Vielmehr rechnen wir damit, dass verstärkt die Fundamentalanalyse bei BNG, NWB und SEK in den Vordergrund tritt. Ein konservatives Geschäftsmodell gepaart mit einer soliden Finanzsituation, die die BNG, NWB und SEK allesamt aufweisen, dürften hier einen Großteil der Unsicherheit bezüglich der BRRD- bzw. Bail-in-Anwendung bei diesen Agencies nehmen. Darüber hinaus wurde für europäische Förderbanken ein Modell zugestimmt, durch das diese die Leverage Ratio auf Basis eines abgewandelten Verfahrens erfüllen. Nach unserem Verständnis müssen die (Förder)Institute seit Mitte 2021 eine „adjusted“ Leverage Ratio erfüllen, die z.B. Durchleitungskredite nicht berücksichtigt. Insbesondere die niederländischen Agencies konnten davon in der Vergangenheit durchweg profitieren.

Vorteil: Staat oder öffentlicher Sektor als Eigentümer

Daneben sehen wir in diesem Kontext die Eigentümerstruktur, die bei BNG, NWB und SEK durch den Staat bzw. den öffentlichen Sektor geprägt wird, als Stärke der Agencies. Wir gehen davon aus, dass Stützungsmaßnahmen bei einer deutlichen Verschlechterung der Finanzsituation erfolgen würden, noch bevor die Bedingungen für eine Abwicklung gemäß BRRD erfüllt werden.

Aktualisierung der BRRD u.E. ohne wesentliche Folgen für das SSA-Segment

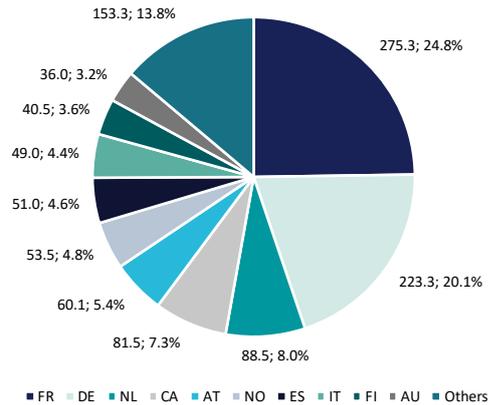
Mit der Aktualisierung im Januar wurde die BRRD punktuell angepasst bzw. um (wenige) Aspekte ergänzt, welche u.E. jedoch keine Auswirkungen auf die beschriebenen (grundlegenden) Mechanismen haben, da die Änderungen vorrangig Themen im Kontext der seit Januar wirksamen DORA-Verordnung zur Stärkung der operationalen Resilienz betreffen.

Fazit und Kommentar

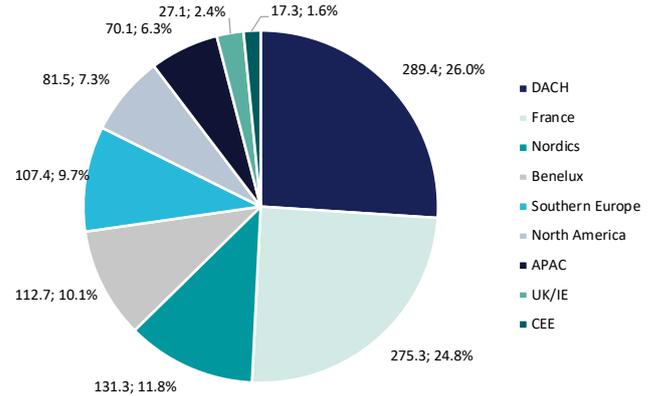
Zwar wirkt sich die BRRD auch direkt auf europäische Agencies aus, allerdings sind einige Institute von der BRRD ausgenommen, während das Bail-in-Instrument, das aus Bewertungssicht sicherlich die stärkste Implikation der BRRD birgt, nur für wenige Agencies infrage kommt. Wir rechnen damit, dass ex- und implizite Haftungsregelungen vor einem etwaigen Bail-in greifen würden. Einige deutsche regionale Förderbanken sind nun explizit ausgenommen, sodass die BRRD aus unserer Sicht für die Bewertung der fairen Spreads nur von untergeordneter Bedeutung ist. Stärker sind u.E. nach jedoch die Implikationen für die Agencies, die als Kreditinstitute agieren und keine ex- oder implizite Garantie aufweisen. Von den größten europäischen Emittenten betrifft dies die niederländischen Kommunalfinanzierer BNG und NWB sowie den schwedischen Exportfinanzierer SEK. Zumindest rechtlich wäre hier aus unserer Sicht durchaus ein Bail-in denkbar. Grundsätzlich besteht nach unserem Dafürhalten jedoch Raum für Sonderregelungen, durch die Senior Debt von einem etwaigen Bail-in ausgenommen werden könnte, sofern weitere Bedingungen erfüllt werden. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass Stützungsmaßnahmen durch den jeweiligen Staat bzw. den öffentlichen Sektor erfolgen, wenn sich eine deutliche Verschlechterung der Finanzsituation der Agencies andeuten würde. Anders als bei privaten Banken wäre es hier durchaus möglich, dass der Staat bzw. der öffentliche Sektor bereits vor der Verschärfung einer Krisensituation Mittel zuschießt, um die entsprechende Agency zu stützen. Aus unserer Sicht rückt durch die BRRD die Bedeutung der Fundamentalanalyse von BNG, NWB und SEK verstärkt in den Vordergrund, auch wenn die Emittenten bisher ein konservatives Geschäftsmodell in Kombination mit einer soliden Finanzsituation aufweisen. Im Kontext der Ermittlung eines fairen Spreadlevels sehen wir die BRRD insgesamt jedoch als nachrangig an.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



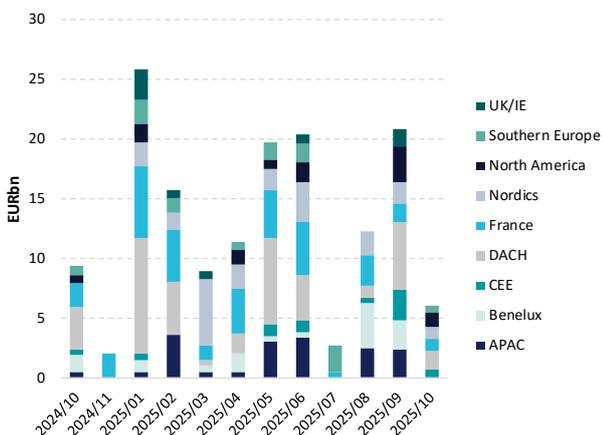
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



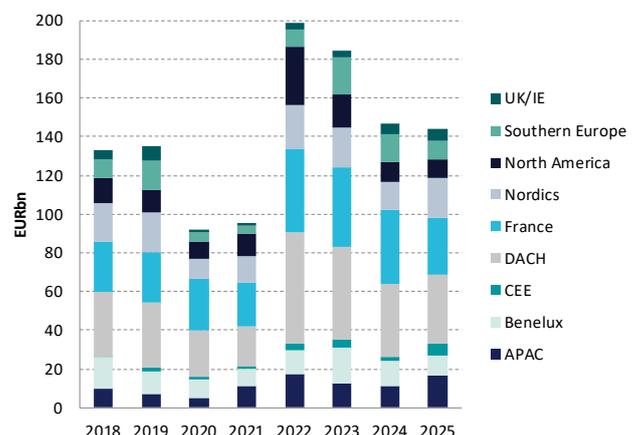
Top 10-Jurisdiktionen

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	275.3	267	37	0.97	9.0	4.4	1.72
2	DE	223.3	314	50	0.66	7.7	3.6	1.75
3	NL	88.5	88	4	0.94	10.1	5.2	1.54
4	CA	81.5	60	1	1.34	5.5	2.4	1.70
5	AT	60.1	99	5	0.60	7.9	3.6	1.68
6	NO	53.5	64	11	0.84	7.0	3.2	1.42
7	ES	51.0	44	4	1.05	10.1	3.4	2.29
8	IT	49.0	63	6	0.75	8.2	3.6	2.15
9	FI	40.5	48	5	0.83	6.6	3.0	1.92
10	AU	36.0	35	0	1.03	7.1	3.3	1.97

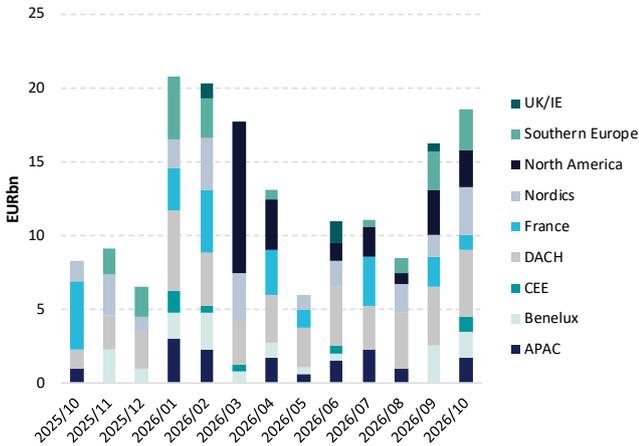
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



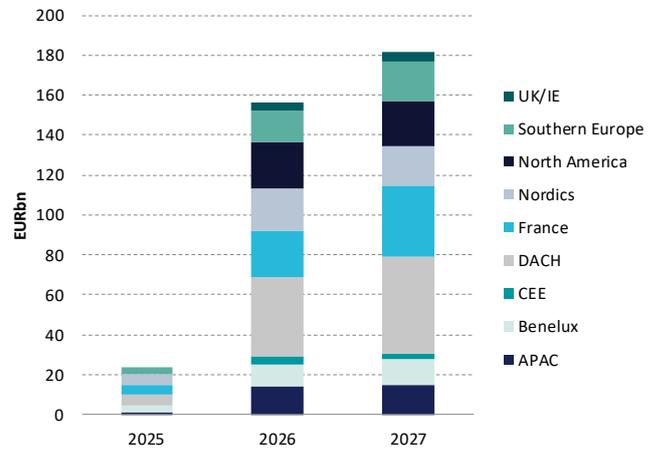
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



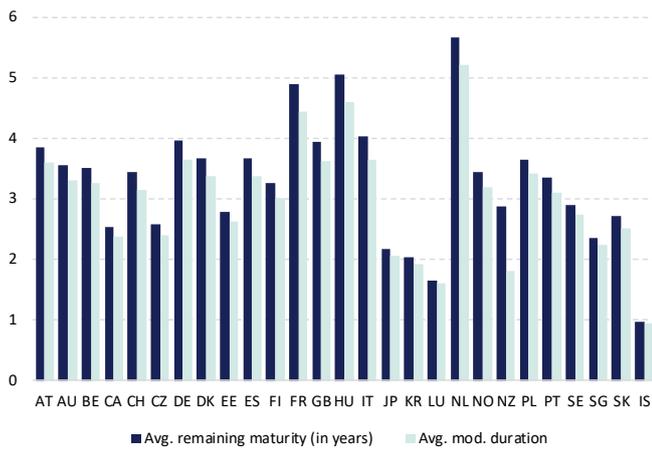
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



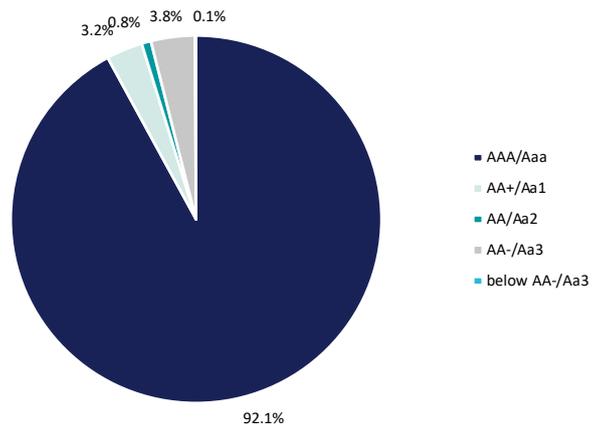
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



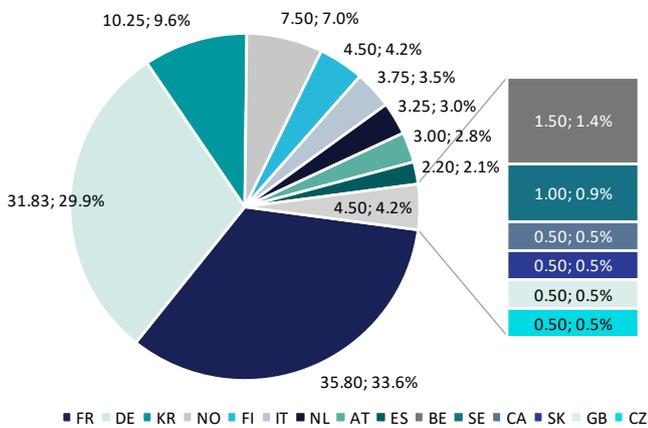
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



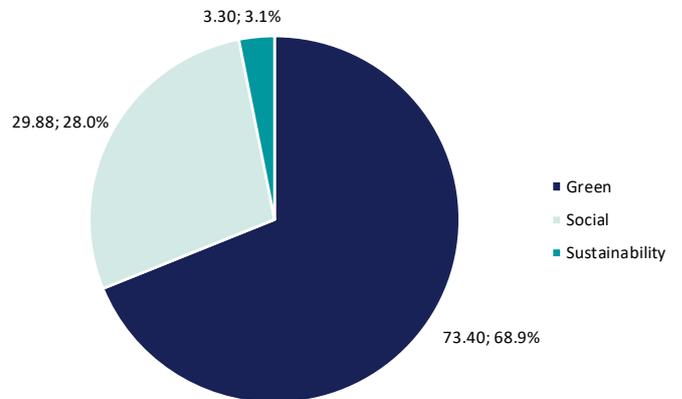
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

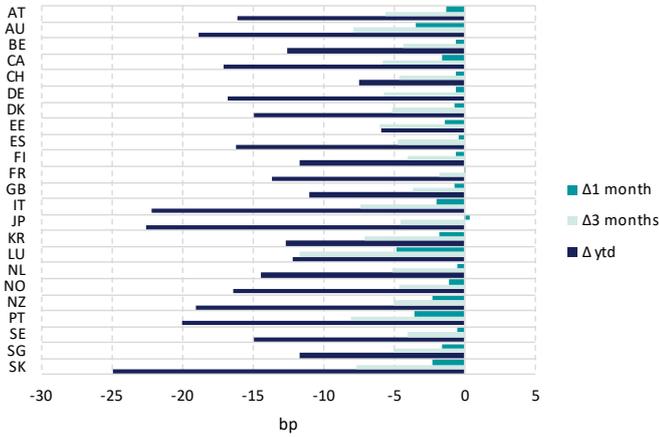


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

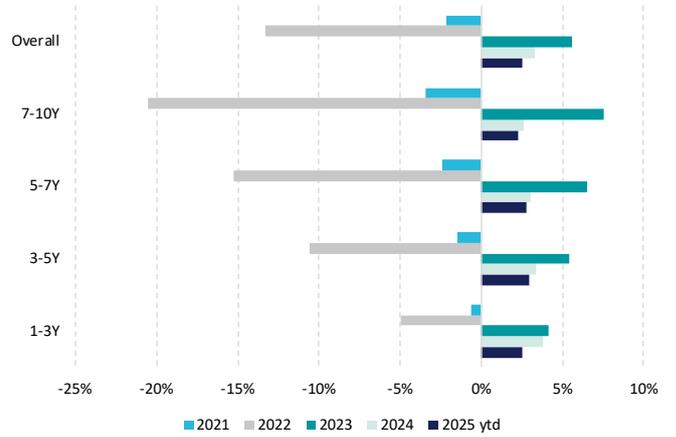


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

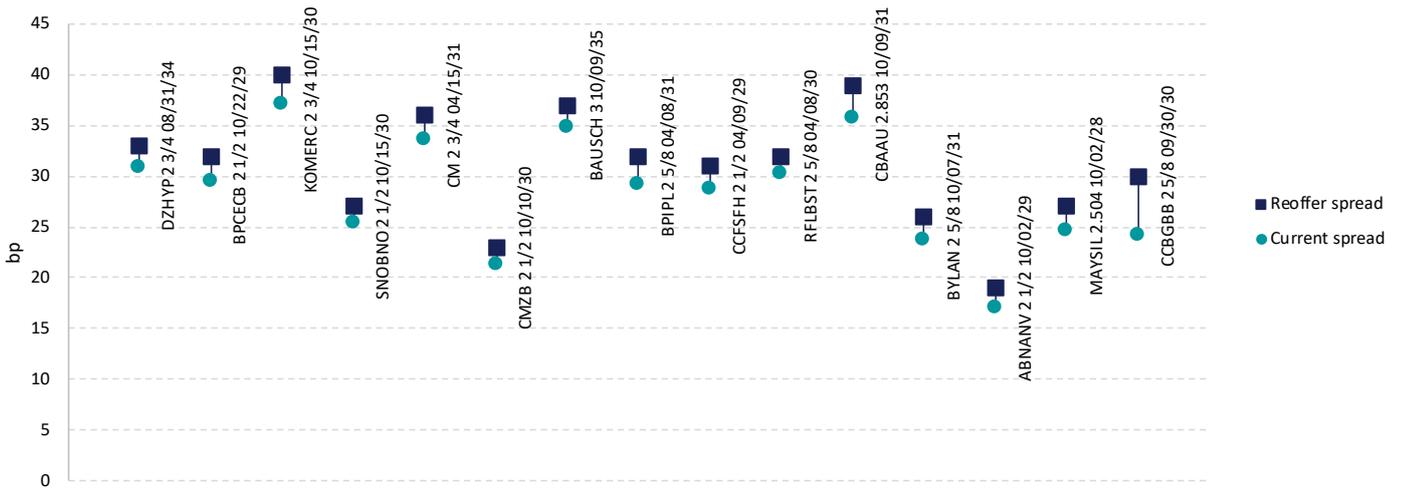
Spreadveränderung nach Land



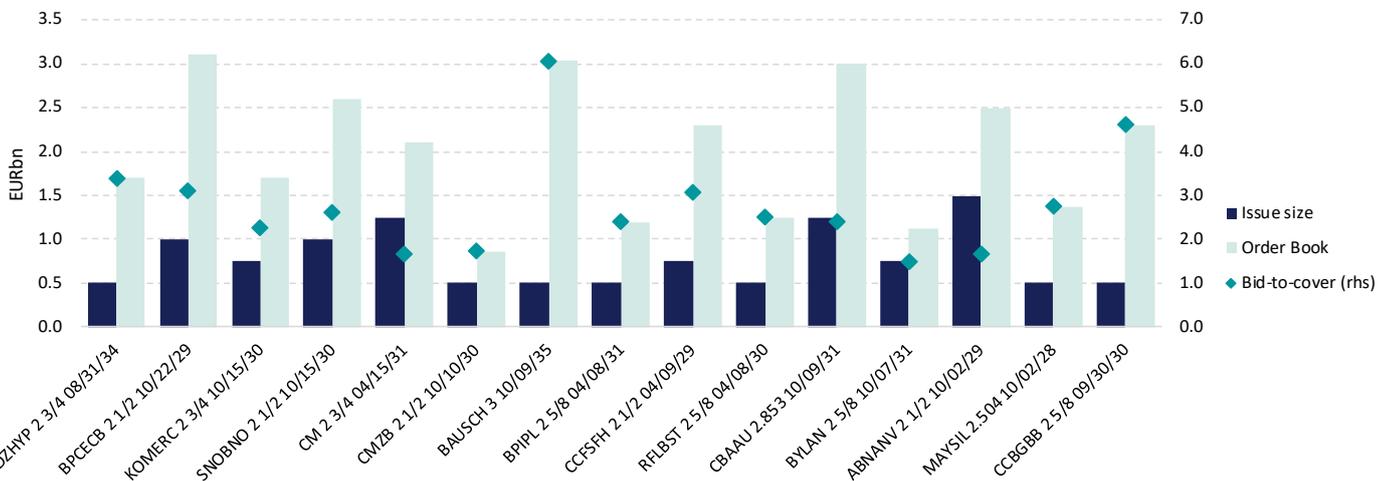
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



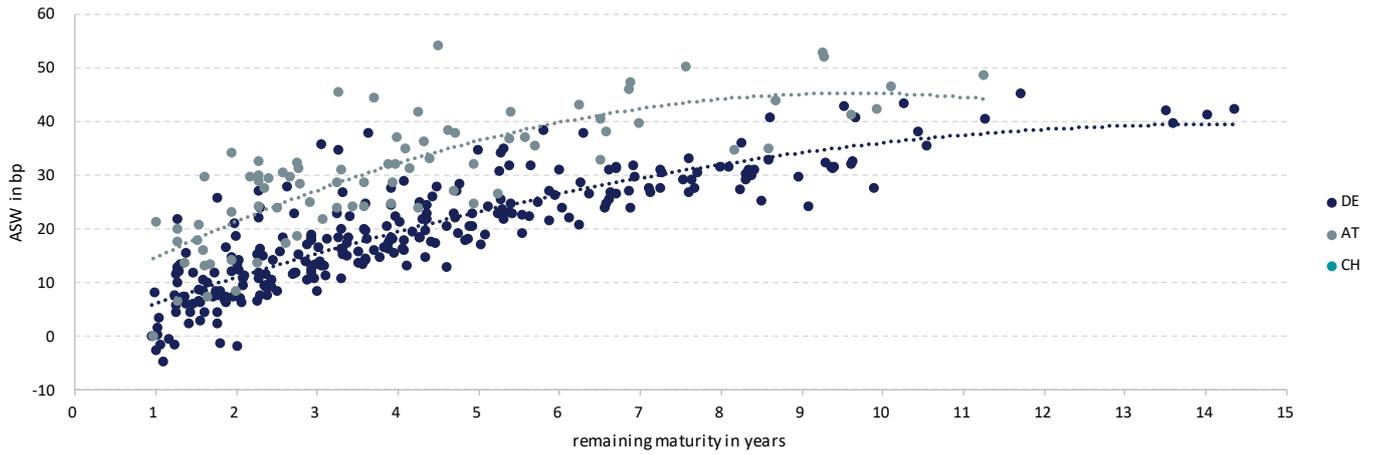
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



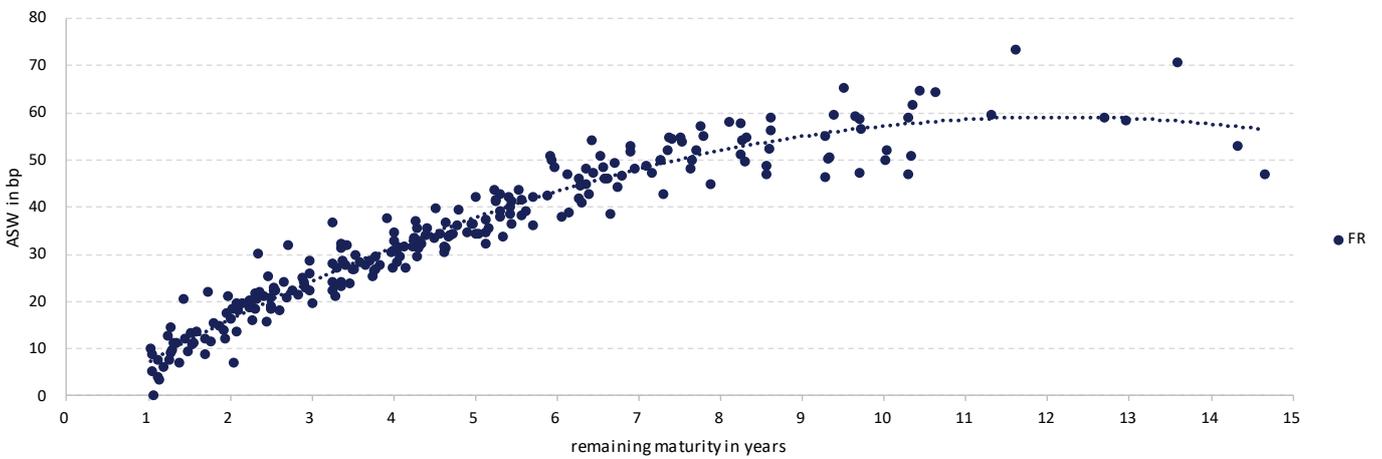
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht¹

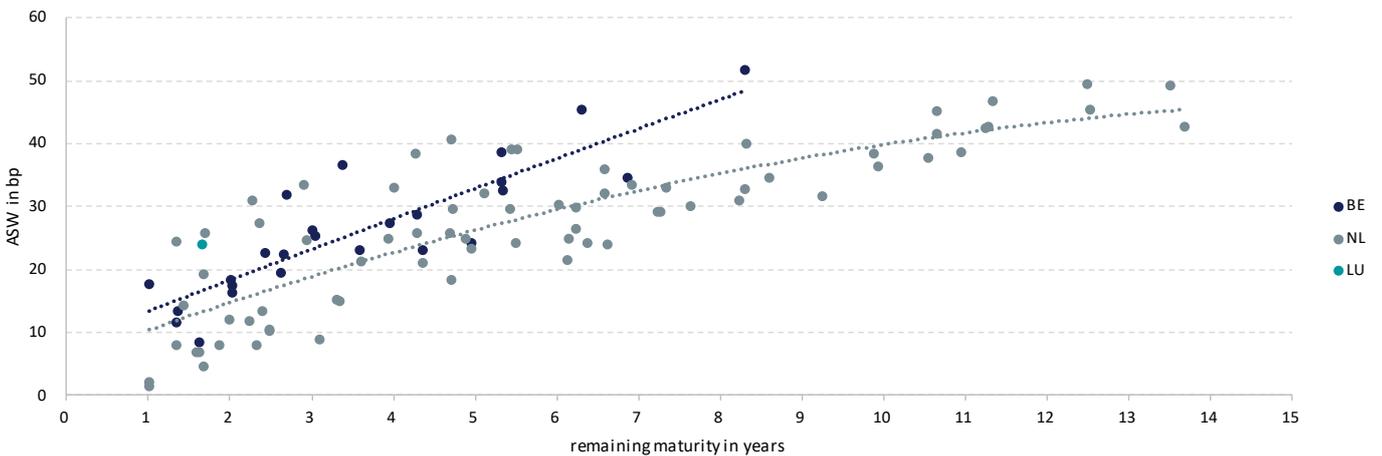
DACH 



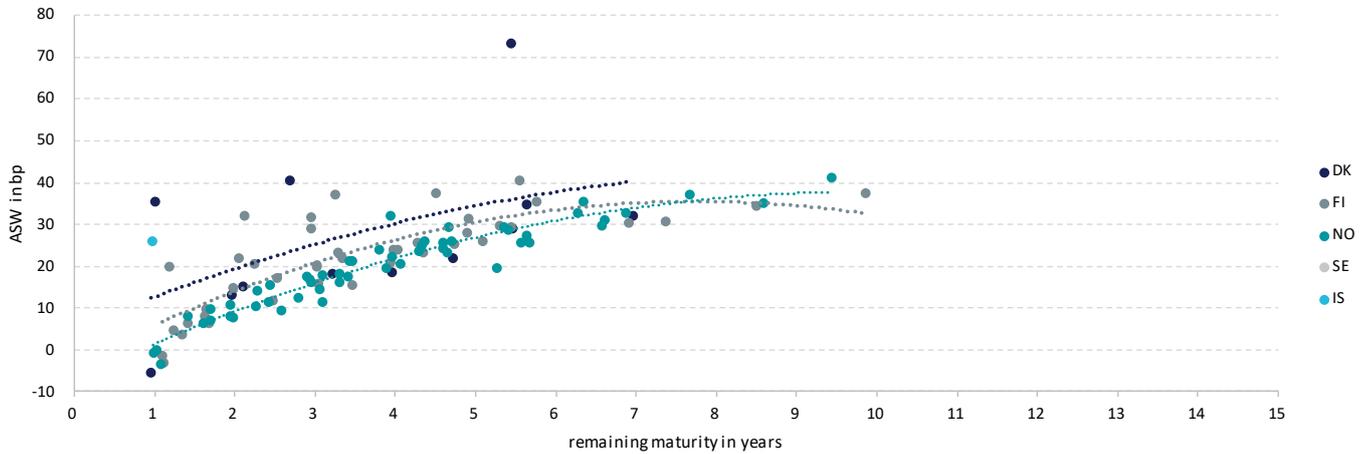
France 



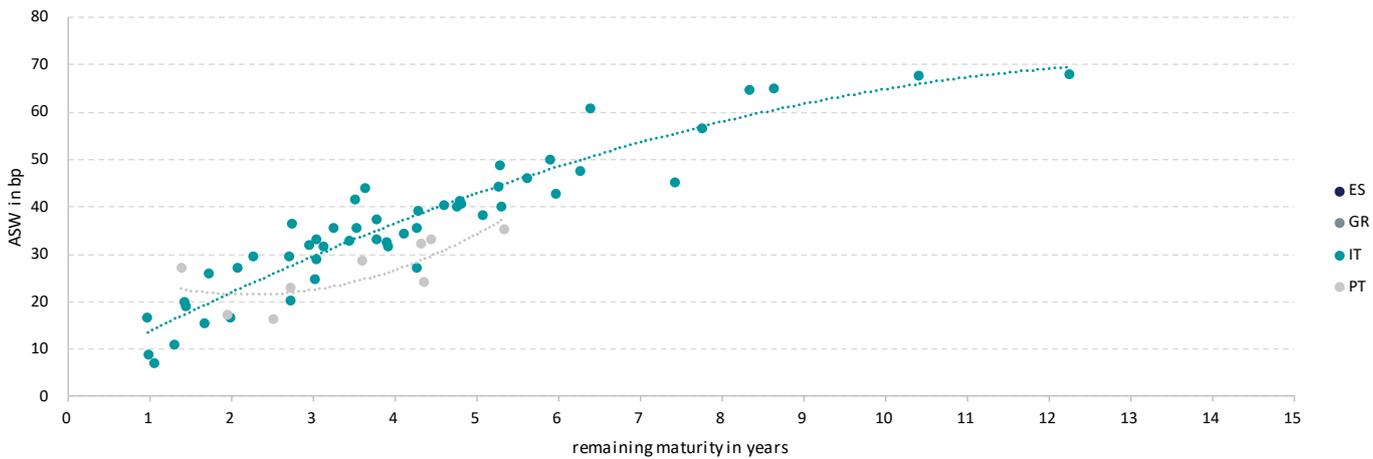
Benelux 



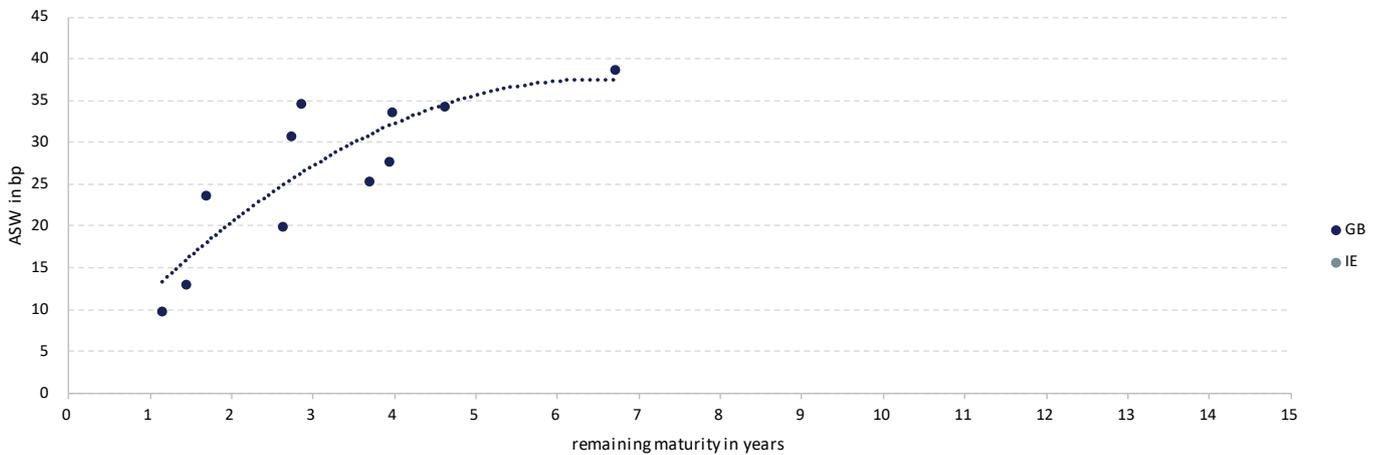
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



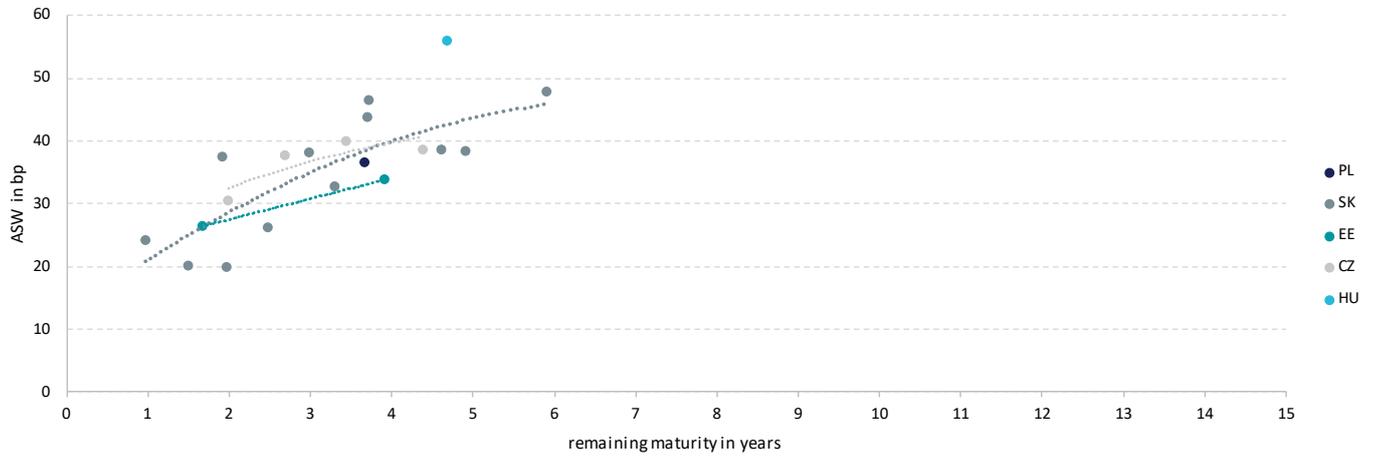
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



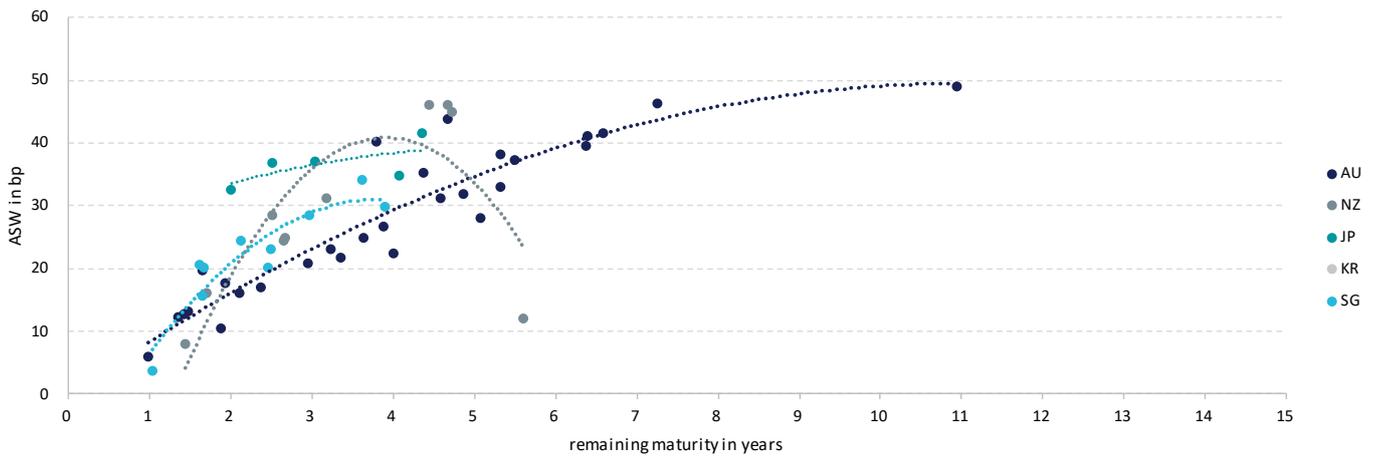
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



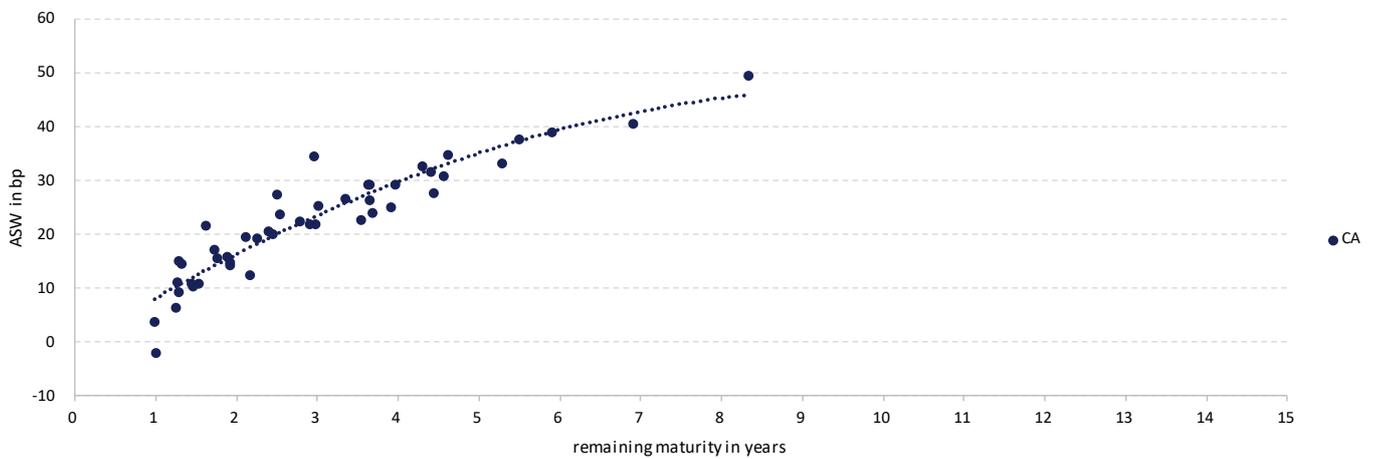
CEE 



APAC 



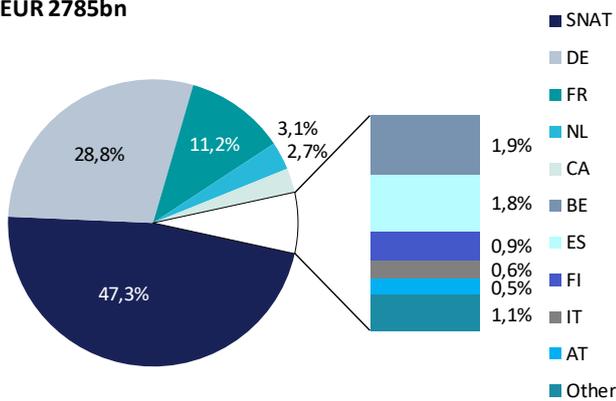
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

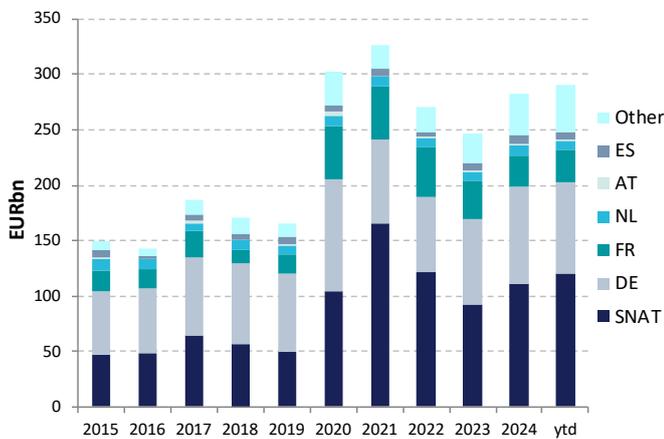
EUR 2785bn



Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.315,8	265	5,0	7,6
DE	801,5	609	1,3	5,9
FR	312,0	207	1,5	5,3
NL	87,7	69	1,3	6,0
CA	76,1	68	1,1	6,2
BE	52,8	50	1,1	9,9
ES	50,9	74	0,7	4,9
FI	25,2	26	1,0	4,0
IT	16,6	21	0,8	4,1
AT	14,5	21	0,7	5,3

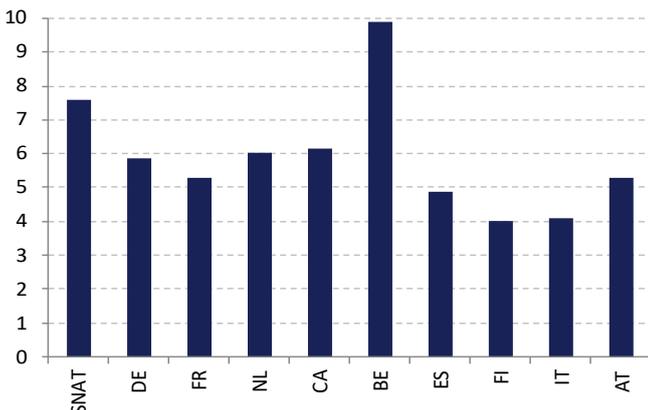
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



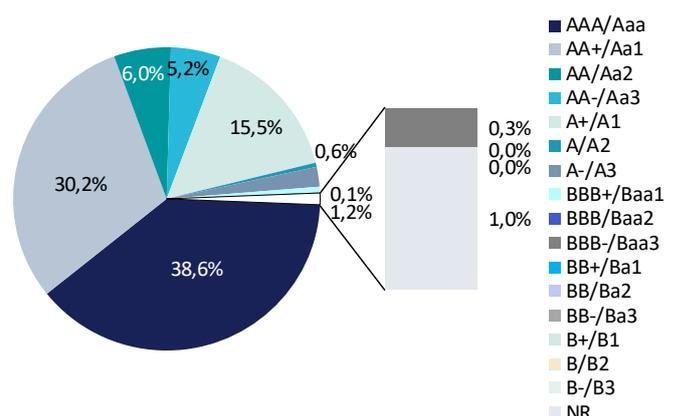
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



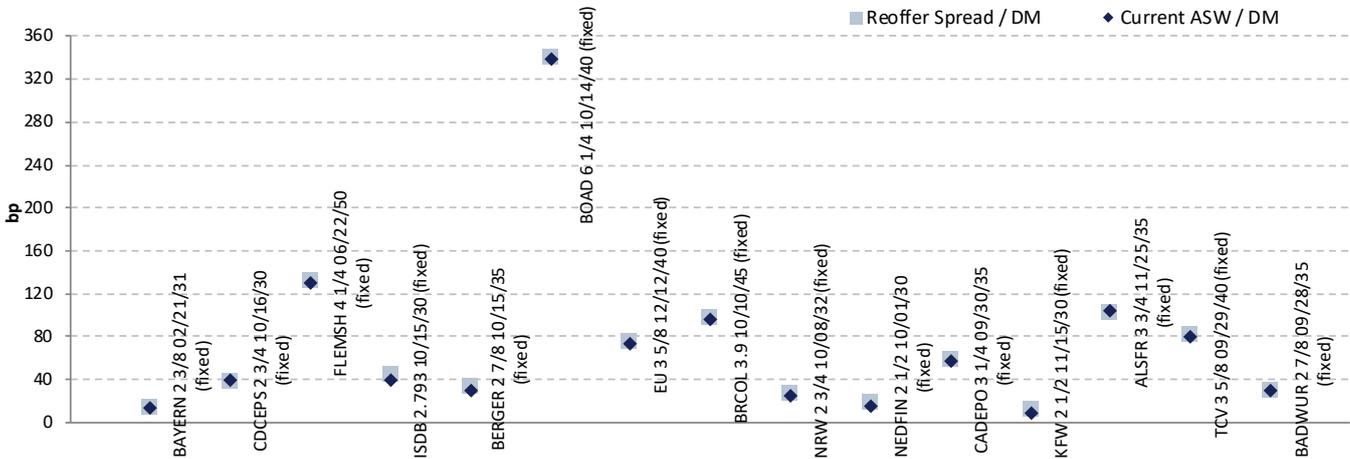
Vol. gew. Modified Duration nach Land



Ratingverteilung (volumengewichtet)



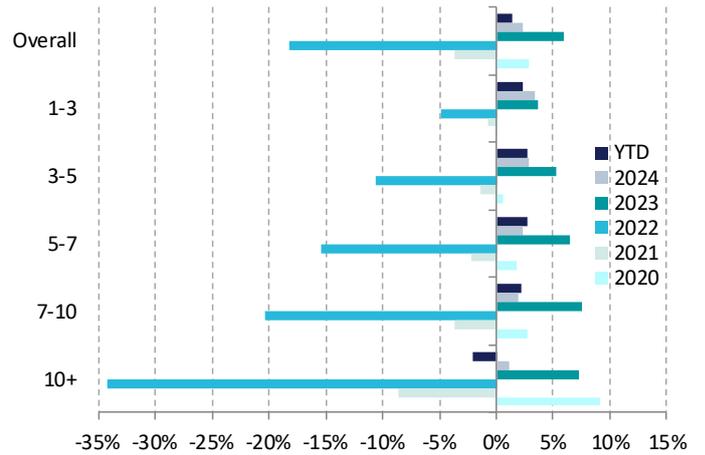
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



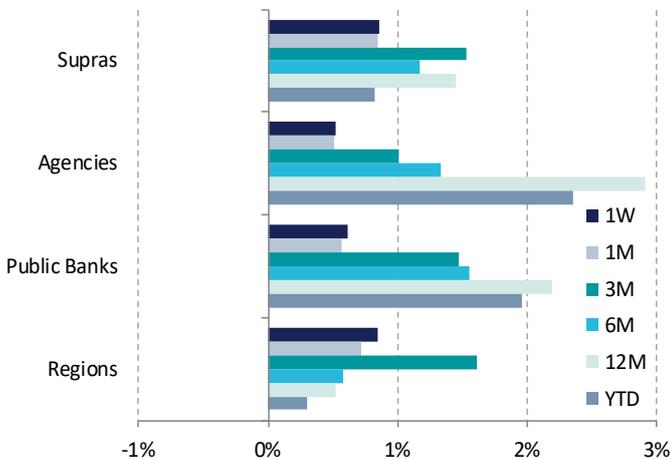
Spreadentwicklung nach Land



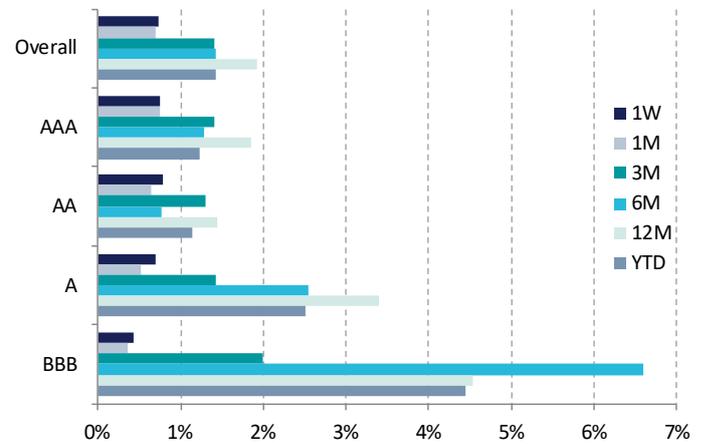
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

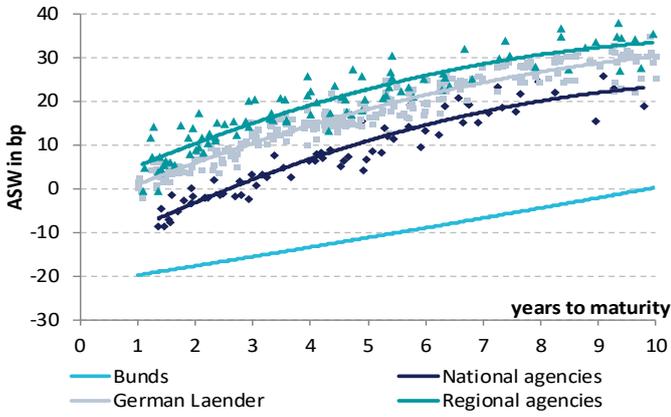


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

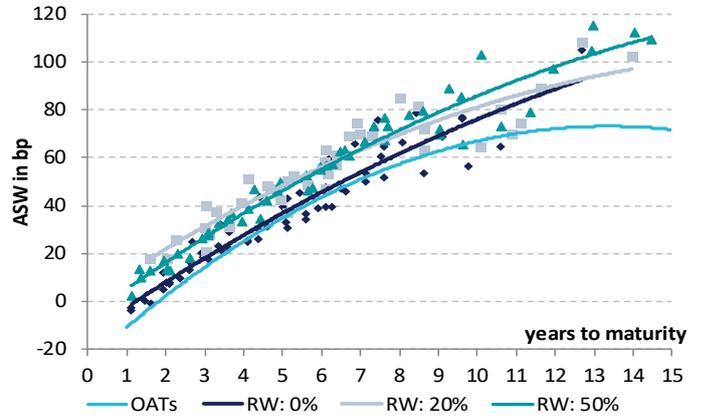


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

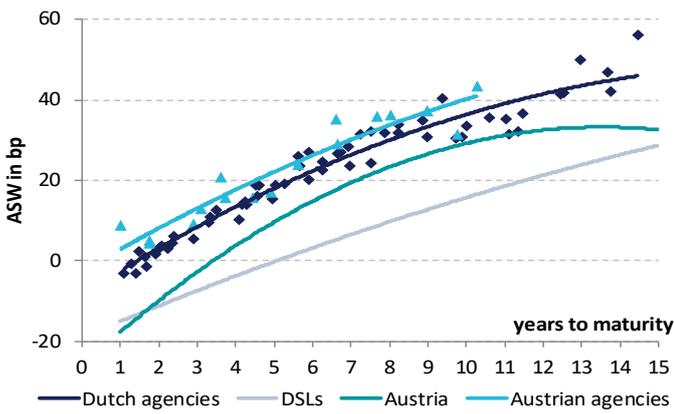
Germany (nach Segmenten)



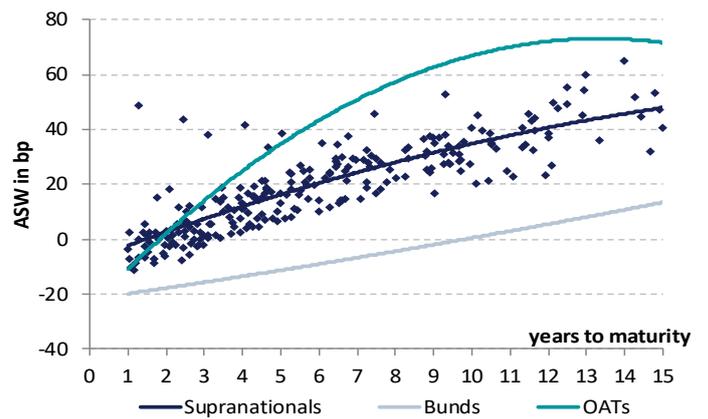
France (nach Risikogewichten)



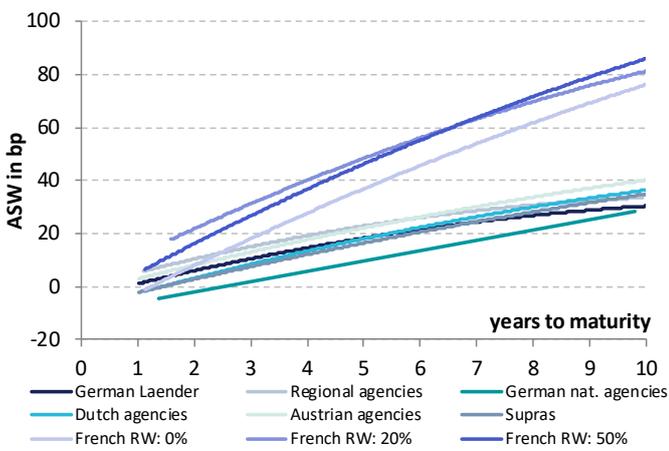
Netherlands & Austria



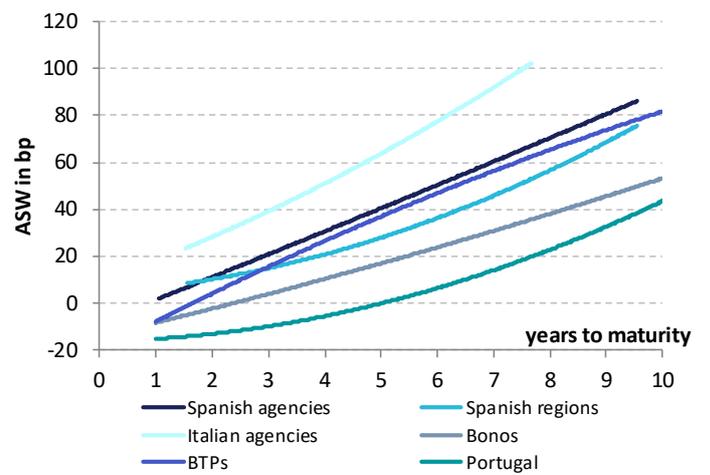
Supranationals



Core



Periphery



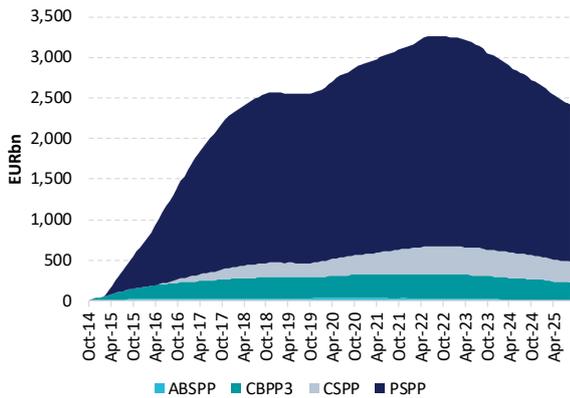
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

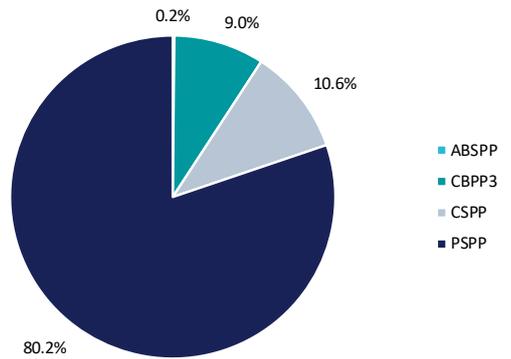
EZB-Tracker

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

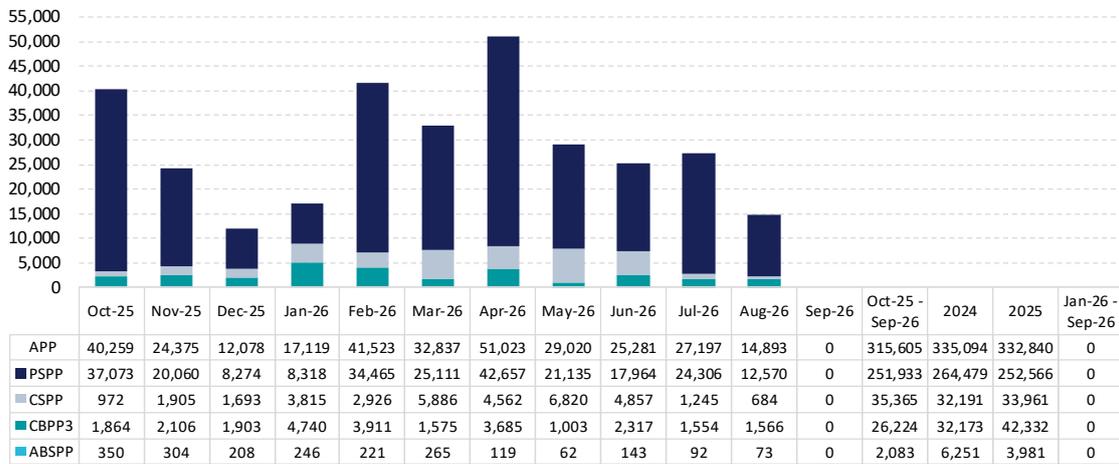
APP: Portfolioentwicklung



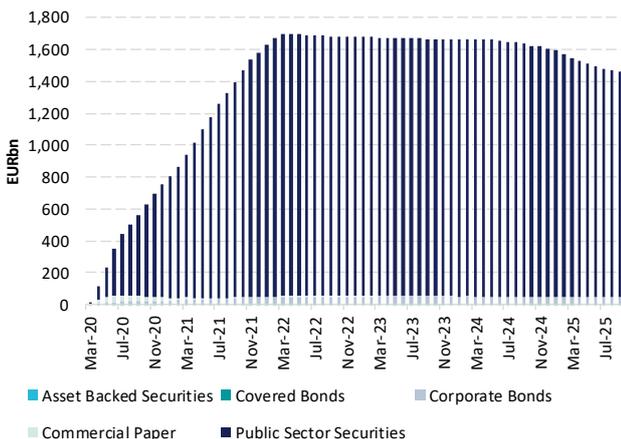
APP: Portfoliostruktur



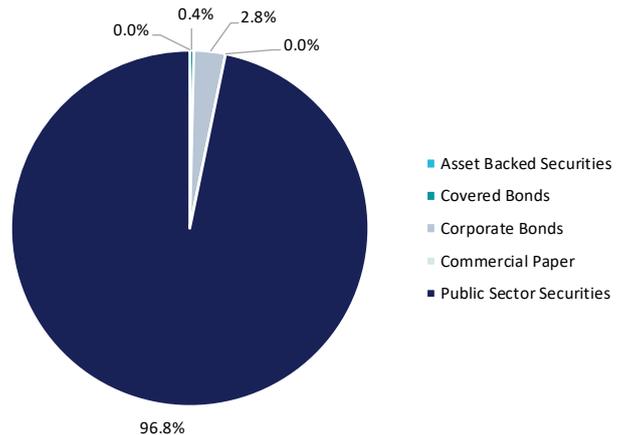
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



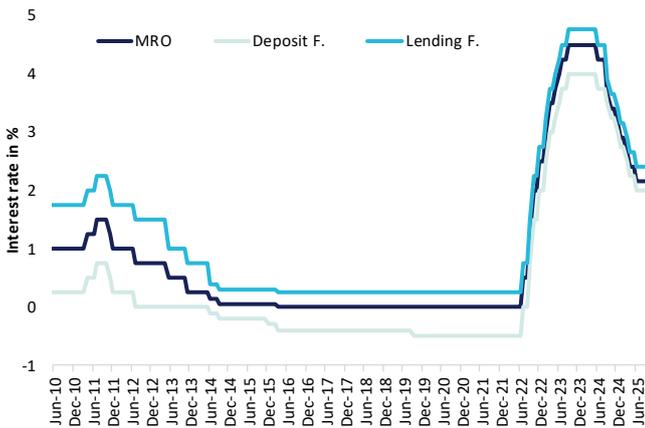
PEPP: Portfoliostruktur



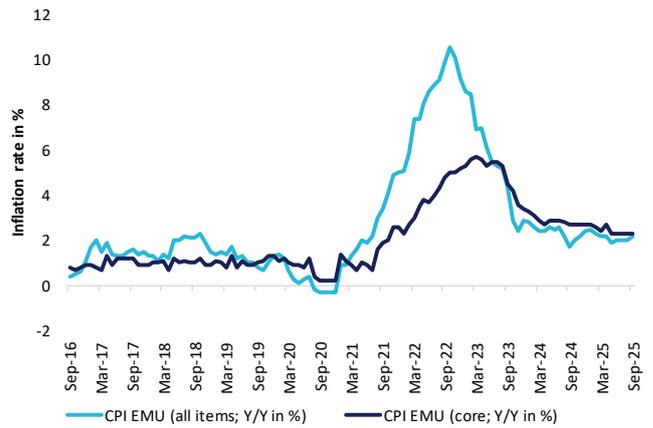
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



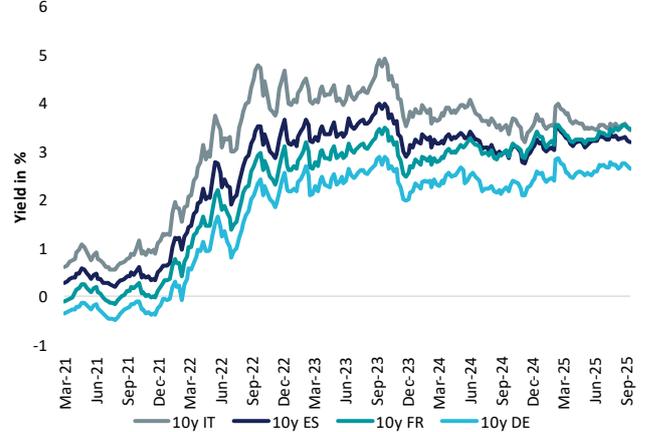
Inflationsentwicklung im Euroraum



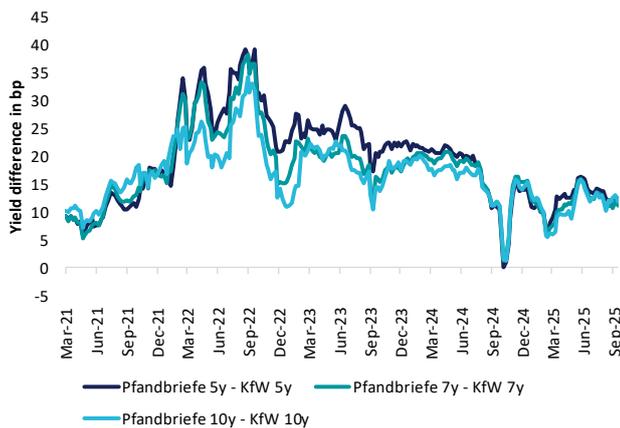
Bund-Swap-Spread



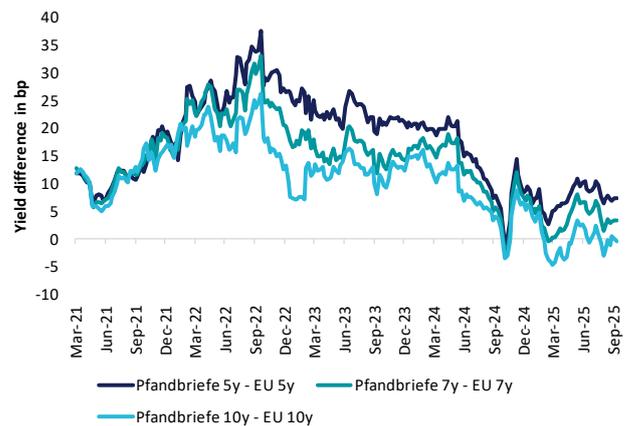
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
33/2025 ♦ 08. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Solvency II und Covered Bonds ▪ NGEU: Green Bond Dashboard
32/2025 ♦ 01. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Teaser: EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks ▪ Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK
31/2025 ♦ 24. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Ratingansatz von Morningstar DBRS ▪ Teaser: Beyond Bundesländer – Großraum Paris (IDF/VDP)
30/2025 ♦ 03. September	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ein Blick auf den deutschen Bankenmarkt ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
29/2025 ♦ 27. August	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Ratingansatz von Standard & Poor's ▪ Pensionslawine und Kommunalschulden – Länder unter Druck
28/2025 ♦ 20. August	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 ▪ Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2025
27/2025 ♦ 13. August	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covereds – Relative Value-Betrachtung: Eine Standortbestimmung ▪ SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im H1/2025
26/2025 ♦ 06. August	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update ▪ Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025
25/2025 ♦ 09. Juli	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ Megaemittent EU im Fokus
24/2025 ♦ 02. Juli	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das II. Halbjahr 2025 ▪ SSA-Halbjahresrückblick 2025 und Ausblick
23/2025 ♦ 25. Juni	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Ratingansatz von Scope ▪ Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II
22/2025 ♦ 18. Juni	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Covered Bond-Markt im Vereinigten Königreich ▪ Stabilitätsrat zur 31. Sitzung zusammengetreten
21/2025 ♦ 11. Juni	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Ratingansatz von Moody's ▪ Teaser: Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025
20/2025 ♦ 28. Mai	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cross Asset // Teaser: ESG-Update 2025 – Greenium und Socium+ im Fokus
19/2025 ♦ 21. Mai	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) ▪ Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2025
18/2025 ♦ 14. Mai	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2025 ▪ Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage
17/2025 ♦ 07. Mai	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fitch: Covered Bond-Ratingansatz ▪ Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2025
16/2025 ♦ 30. April	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Special zur LCR-Klassifizierung und zum Risikogewicht: Ein (regulatorischer) Blick auf das EUR-Benchmarksegment ▪ Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025
15/2025 ♦ 16. April	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cross Asset: Relative Value – Eine (aktuelle) Bestandsaufnahme

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](#)

[EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks](#)

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

Origination & Syndicate

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

Treasury

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

Trading

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

Sales Wholesale Customers

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

Relationship Management

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

Disclaimer

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

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

Diese Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:

Keine der in dieser Information enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen. Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

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

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

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

Redaktionsschluss: 15. Oktober 2025 (08:43 Uhr)