



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	5
Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt	9
Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK	20
Charts & Figures	
Covered Bonds	30
SSA/Public Issuers	36
EZB-Tracker	39
Cross Asset	40
Ausgaben im Überblick	41
Publikationen im Überblick	42
Ansprechpartner in der NORD/LB	43

Flooranalysten:

Dr. Norman Rudschuck, CIIA
Head of Desk
norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas Kühne
Covered Bonds/Banks
lukas.kuehne@nordlb.de

Elias Degener
Covered Bonds/Banks
elias.degener@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
SSA/Public Issuers
lukas-finn.frese@nordlb.de

Tobias Cordes, CIIA
SSA/Public Issuers
tobias.cordes@nordlb.de

Covered Bonds

Marktüberblick

Autoren: Elias Degener // Lukas Kühne // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Primärmarkt: Zurückhaltende Emissionsaktivitäten zu verzeichnen

Die Emittenten am Primärmarkt präsentierten sich in den vergangenen zehn Handelstagen mit Neuemissionen eher zurückhaltend. Dies ist zweifelsohne dem herausfordernden Marktumfeld geschuldet, in dem die Emittenten selektiv ein stabiles Emissionsfenster suchten, um ihre Neuemissionen erfolgreich platzieren zu können. Dabei liegt der Fokus der Emittenten größtenteils auf Laufzeiten zwischen zwei und vier Jahren, was unseres Erachtens neben einer Verringerung möglicher Exekutionsrisiken auch auf die geringe Steilheit der Swapkurve zurückgeführt werden kann. Für die aktuell am Markt vorherrschende Verunsicherung verlangen die Investoren eine entsprechend höhere Kompensation. Diese kommt u.a. in höheren Neuemissionsprämien für die unlängst platzierten Primärmarktdeals zum Ausdruck. Insgesamt gingen im Zeitraum zwischen dem 07. und 20. Oktober sechs Emittenten aus zwei Jurisdiktionen auf ihre Investoren zu, deren Emissionen eine durchschnittliche Neuemissionsprämie von 4,7bp aufwiesen. Darunter befanden sich mit der Equitable Bank und der Fairstone Bank of Canada (Fairstone) zwei kanadische Emittenten. Während die Equitable Bank mittlerweile zu den etablierten EUR-Benchmarkemittenten zählt, platzierte die Fairstone ihre erste gedeckte Anleihe in diesem Teilmarkt. Final konnten beide frischen Bonds im Volumen von jeweils EUR 500 Mio. zu Reoffer-Spreads von ms +34bp (Equitable Bank) bzw. ms +40bp (Fairstone) platziert werden. Mit der Debütemission der Fairstone erhöhte sich die Anzahl der kanadischen EUR-Benchmarkemittenten auf zehn. Neben den Kanadiern gingen vier deutsche Pfandbriefemittenten in den vergangenen zehn Handelstagen an den Markt und konnten gedeckte Anleihen im Volumen von EUR 2,25 Mrd. platzieren. Während sich drei der vier Emittenten jeweils für eine Laufzeit von maximal drei Jahren entschieden, sticht Pfandbrief der Wüstenrot Bausparkasse mit einer Laufzeit von langen acht Jahren hervor (vgl. [Issuer View](#)). Dieser startete bei einer Guidance von ms +39bp area in die Vermarktungsphase und stieß auf ein mehr als auskömmliches Investoreninteresse, sodass final EUR 500 Mio. zu einem Reoffer-Spread von ms +34bp platziert werden konnten.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Wüstenrot Bausparkasse	DE	20.10.	DE000WBPOBTO	8.2y	0.50bn	ms +34bp	- / - / AAA	-
Deutsche Pfandbriefbank	DE	20.10.	DE000A3827F9	3.0y	0.50bn	ms +35bp	- / Aa1 / -	-
Bayerische Landesbank	DE	19.10.	DE000BYLOR59	3.5y	0.50bn	ms +12bp	- / Aaa / -	-
Fairstone	CA	13.10.	XS3531939968	3.0y	0.50bn	ms +40bp	- / Aa1 / -	-
LBBW	DE	12.10.	DE000LB2EQY7	2.0y	0.75bn	ms +7bp	- / Aaa / -	-
Equitable Bank	CA	07.10.	XS3529534748	3.2y	0.50bn	ms +34bp	AA+ / Aa1 / -	-

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

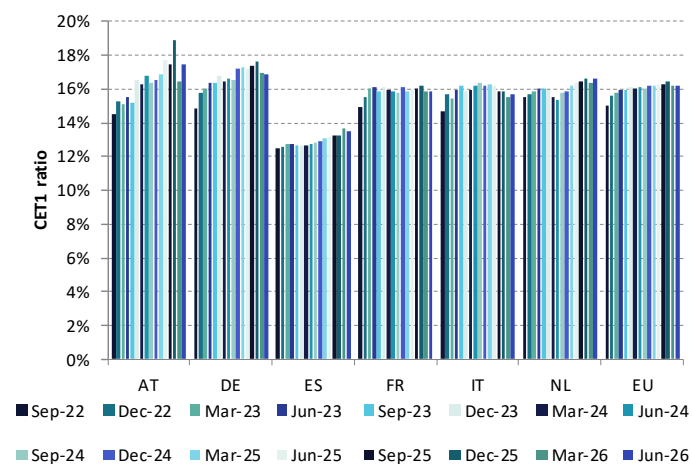
Sekundärmarkt: Neuemissionen können weiter performen

Ähnlich wie das Neuangebot am Primärmarkt ist auch die Nachfrage nach sekundärer Ware am aktuellen Rand eher zurückhaltend. So verharret das Handelsvolumen auf einem niedrigen Niveau. Nichtsdestoweniger werden die Neuemissionen weiterhin gut vom Markt aufgenommen und können größtenteils am Sekundärmarkt weiter performen. Insbesondere Real Money-Investoren sind aktuell verstärkt im Markt aktiv, wobei sich die Nachfrage vorwiegend auf Bonds mit Laufzeiten von <10y konzentriert.

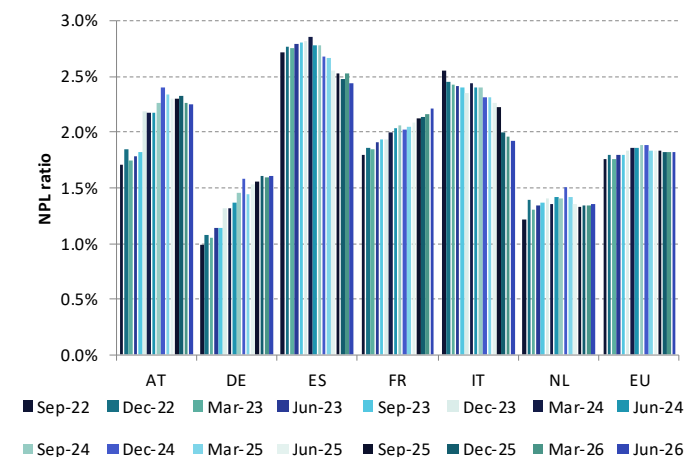
EBA Risk Dashboard: Robuste Kapitalausstattung des Bankensektors

Die EBA gibt in ihrem Risk Dashboard (RDB) regelmäßig einen Überblick über potenzielle Risiken im europäischen Bankensektor. Die Datenbasis, die sich aus den aufsichtsrechtlichen Meldungen der größten EU-/EWR-Geschäftsbanken zusammensetzt, umfasst eine Vielzahl von Kennzahlen (u.a. zur Kapital- bzw. Liquiditätsausstattung sowie zu Assetqualität und Profitabilität). Der aktuelle Betrachtungszeitraum umfasst die Kennzahlen für das II. Quartal 2026. In ihrem kürzlich vorgelegten RDB (vgl. [Pressemitteilung](#)) bewertet die EBA die Situation der europäischen Banken trotz zunehmender Risiken weiterhin als robust. Insgesamt zeigten sich die Institute im Untersuchungszeitraum in einer sehr soliden Verfassung. Trotz eines leichten Rückgangs im Vergleich zum Vorquartal weisen die europäischen Institute weiterhin eine starke Kapitalisierung auf. So notierte die CET1-Quote zum Ende des II. Quartals im EU-/EWR-Durchschnitt bei 16,1% und damit leicht unterhalb des Vorquartalswertes (16,2%). Die Qualität der Assets auf den Bankbilanzen kann ebenfalls weiterhin als robust bezeichnet werden. Entsprechend verharnt auch die durchschnittliche NPL-Quote im II. Quartal 2026 mit 1,82% (Q1/2026: 1,83%) weiterhin auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Darüber hinaus weist die EBA darauf hin, dass der Anteil von Stage 2-Krediten auf den Bankbilanzen (Q2/2026: 8,9%) weiter zurückgegangen ist und 0,5%-Punkte unterhalb des Wertes aus dem Vorjahresquartal notiert. Es gibt aber laut der EBA in Bezug auf die Stage 2-Kredite erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Jurisdiktionen, Sektoren und Portfolios. Die EBA resümiert in ihrem aktuellen RDB, dass die Liquiditätsquoten der Banken zum Stichtag 30. Juni im Durchschnitt weiterhin deutlich über den regulatorischen Mindestanforderungen liegen (LCR: 158,4%, NSFR: 125,7%). Dabei gilt es aber zu beachten, dass sowohl die LCR als auch die NSFR im Vergleich zum Vorjahresquartal einen Rückgang um -1,0%-Punkte bzw. -1,5%-Punkte aufweisen. Neben der Verfassung des europäischen Bankensektors ermöglicht das RDB auch tiefergehende Einblicke in Bezug auf das Fundingverhalten der europäischen Institute. Im Kontext von Covered Bonds sind hier insbesondere die besicherten Refinanzierungsaktivitäten von Bedeutung. Im EU-/EWR-Durchschnitt notiert der Anteil des „Secured Funding“ im Q2/2026 unverändert bei 31,4% (Q1/2026: 31,4%). Auch die Anlagenseite wird durch die EBA-Zahlen abgedeckt. So weist die Aufsicht hier bei der gewichteten Zusammensetzung der „Liquid Assets“ einen Anteil der „Extremely High Quality Covered Bonds“ in Höhe von 7,8% aus.

Risk Dashboard: CET1 Ratio



Risk Dashboard: NPL Ratio



SSA/Public Issuers

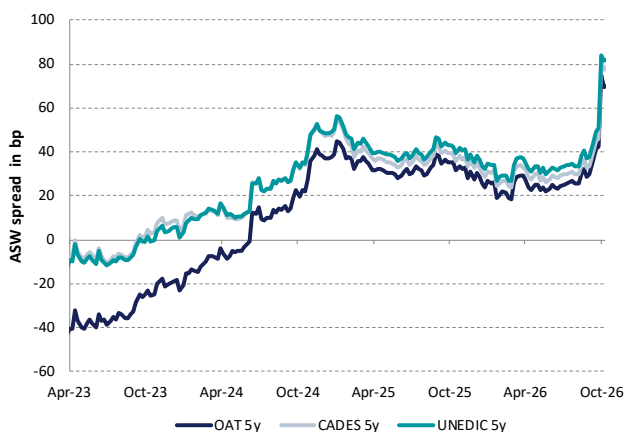
Marktüberblick

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

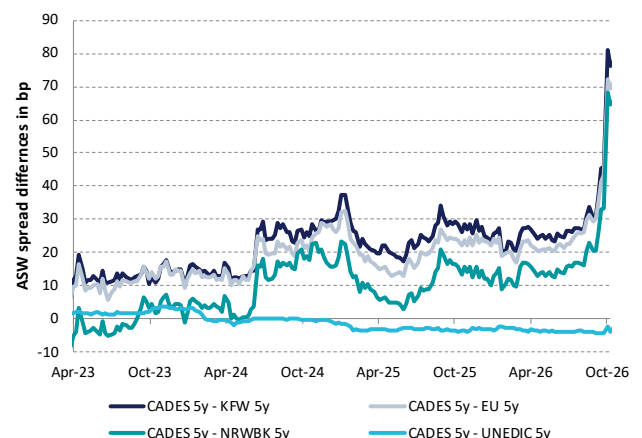
Scope: Rating der CADES und Unédic auf A+ mit stabilem Ausblick angepasst

Die europäische Ratingagentur Scope Ratings hat die Kreditwürdigkeit der französischen Agencies Unédic (Ticker: UNEDIC) sowie Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (Ticker: CADES) erwartungsgemäß von AA- auf A+ bei nun stabilem Ausblick heruntergestuft und diese damit an das Rating der „Grande Nation“ angeglichen, welches bereits [Mitte September](#) herabgesenkt wurde. Zum Hintergrund: Beide Institutionen übernehmen wesentliche Rollen im französischen Sozialversicherungssystem und sind daher eng mit dem Zentralstaat verbunden. Während die Unédic als zentrales Organ der französischen Arbeitslosenversicherung von einer expliziten Garantie profitiert, verfügt die CADES, welche die Finanzierung und Tilgung der Schulden des Sozialversicherungssystems übernimmt, bedingt durch ihren EP-Status (Établissement public) über eine implizite Garantie des Staates. Dementsprechend ist deren Bonitätsbewertung unmittelbar an die des französischen Staates gekoppelt. Trotz des Downgrades profitieren beide Emittenten weiterhin von einem 0%-Risikogewicht gem. CRR sowie einer Klassifizierung als Level 1-Asset im Rahmen der LCR-Verordnung. Diese vorteilhafte regulatorische Behandlung führt allerdings nicht dazu, dass sich die beide Agencies der jüngsten Neubewertung des französischen Risikoprofils entziehen konnte: Anhand der Spreadentwicklung wird beispielsweise deutlich, dass die Risikoprämien der CADES in den vergangenen Tagen deutlich angestiegen sind. Lag der ASW-Spread (5y) Anfang September noch bei circa 33bp, so kletterte die Risikoprämie auf rund 79bp Mitte Oktober. Auch gegenüber deutschen Förderbanken wie der KfW (Ticker: KFW) und der NRW.BANK (Ticker: NRW.BK) ist ein deutliches Spreadwidenig in diesem Laufzeitsegment erkennbar. Innerhalb des französischen Agency-Marktes zeigte sich die Spread Differenz zwischen der CADES und der Unédic hingegen relativ stabil, was im derzeitigen Umfeld eher gegen eine sektorinterne Umschichtung in qualitativ höherwertige Emittenten spricht. Stattdessen dürften die Investoren ihr Exposure gegenüber französischen staatsnahen Emittenten eher insgesamt und weniger selektiv reduzieren.

Spreadentwicklung von OATs, CADES & UNEDIC (5y)



CADES vs. KFW, EU, NRW.BK & UNEDIC (5y)



Bonität von Hamburg und Schleswig-Holstein erstmals auch von Scope bewertet

Die [deutschen Länder](#) Schleswig-Holstein (Ticker: SCHHOL) und die Freie und Hansestadt Hamburg (FHH, Ticker: HAMBRG) haben die europäische Ratingagentur Scope kürzlich offiziell mit der Einschätzung ihrer Kreditwürdigkeit beauftragt und wurden am 09. Oktober jeweils mit der Bestnote „AAA“ bei gleichzeitig stabilem Ausblick öffentlich bewertet. Scope führt die Bestnote dabei v.a. auf den starken institutionellen Rahmen bestehend aus dem bundesstaatlichen Finanzausgleich und dem Prinzip der Bundestreue zurück, betont gleichzeitig jedoch u.a. die wirtschaftliche Stärke sowie solide Haushaltsführung beider Länder. Entsprechend zufrieden zeigt sich die Finanzministerin Dr. Silke Schneider: „Das „AAA“-Rating ist eine starke Bestätigung für die Finanzkraft Schleswig-Holsteins. Es zeigt, dass wir mit unserer Finanzpolitik auf dem richtigen Weg sind und an den Kapitalmärkten als verlässlicher Partner wahrgenommen werden. Gerade im internationalen Wettbewerb um Investitionen ist diese Verlässlichkeit ein wichtiger Standortfaktor. Das „AAA“-Rating der europäischen Agentur Scope Ratings stärkt damit nicht nur unsere Position am Kapitalmarkt, sondern auch das Vertrauen internationaler Investoren in den Standort.“ Hamburgs Finanzsenator Dr. Andreas Dressel nannte es ein „starkes Zeichen auch in herausfordernden Zeiten“ und bekräftigte, den Weg des Investierens und Konsolidierens weitergehen zu wollen. Zuvor wurde die Kreditwürdigkeit der beiden Länder lediglich von Fitch (jeweils „AAA“, Ausblick: stabil) beurteilt. Inzwischen haben somit bereits acht Länder Scope mandatiert, dazu zählen neben Hamburg und Schleswig-Holstein auch Baden-Württemberg, Bayern, Berlin, Hessen, Nordrhein-Westfalen und Sachsen-Anhalt.

Apropos Hamburg: Stabilitätsbericht weist Auffälligkeiten in der Finanzplanung auf

Der Hamburger Senat hat den Stabilitätsbericht 2026 der FHH beschlossen, welcher nun dem Stabilitätsrat – dem nationalen Gremium zur Haushaltsüberwachung – vorzulegen ist. Dieser überprüft die haushaltspolitische Lage für zwei verschiedene Zeiträume (Aktuelle Haushaltslage: 2024-2026; Finanzplanung: 2027-2030) anhand von vier Haushaltskennziffern: dem Finanzierungssaldo je Einwohner, der Kreditfinanzierungsquote, der Zins-Steuer-Quote sowie dem Schuldenstand je Einwohner. Dem diesjährigen Stabilitätsbericht ist zu entnehmen, dass die FHH in der Finanzplanung nicht alle Schwellenwerte bei den genannten Haushaltskennziffern einhält. Dabei sei die Auffälligkeit in der Finanzplanung laut eigener Aussage auf die im Jahr 2025 gegründete FinanzServiceAgentur (FSA) zurückzuführen, die als zentrale Finanzierungseinheit für den Kernhaushalt und die Beteiligungen der Hansestadt fungiert und seit 2025 in die fortlaufende Haushaltsüberwachung einbezogen werden muss. Nachdem die Kreditaufnahme zuvor einzeln über die öffentlichen Unternehmen erfolgte, hat die Bündelung der Finanzierungsaktivitäten zur Folge, dass sich die Verschuldung im Kernhaushalt erhöht – auch weil darin nun ein Teil der Verschuldung der Extra-haushalte und sonstiger Fonds, Einrichtungen und Unternehmen berücksichtigt wird. Insofern zeigen sich jetzt die bereits vom Stabilitätsrat erwarteten „nicht-temporären Auswirkungen auf die Ergebnisse der Haushaltsüberwachung“. Nach den gesetzlichen Vorgaben müssen die Ergebnisse der Haushaltsüberwachung im nächsten Schritt vertiefter geprüft werden. Dabei ist davon auszugehen, dass die Besonderheiten vom Evaluationsausschuss berücksichtigt werden. Zumindest herrscht seit der 69. Sitzung des Arbeitskreises Stabilitätsrat im November 2024 diesbezüglich Einigkeit: „[...] Es besteht dabei Konsens, dass bereits bei eventueller Feststellung einer „drohenden Haushaltsnotlage“ nach §4(2) StabiRatG, die gemäß der vorgelegten bereinigten Daten allein durch Auswirkungen der FSA induziert ist, durch den Stabilitätsrat auf die speziellen Umstände in Hamburg hingewiesen wird. Dieser besondere Sachverhalt sollte bei der anschließend einzuleitenden Prüfung gem. §4(3) StabiRatG entsprechend berücksichtigt werden.“

Hessen legt Haushaltsentwurf 2027 vor

Kürzlich hat der Finanzminister des Landes Hessen (Ticker: HESSEN), Prof. Dr. R. Alexander Lorz, den Entwurf für den Haushalt 2027 vorgestellt. Geplanten Einnahmen i.H.v. EUR 39,3 Mrd. (+5,1% Y/Y) stehen Ausgaben von rund EUR 41,6 Mrd. (+3,7% Y/Y) gegenüber. Nach der Verrechnung von Rücklagen ergibt sich damit eine Neuverschuldung von EUR 1,7 Mrd., die im Einklang mit der Schuldenbremse stehe und gegenüber dem Jahr 2026 voraussichtlich leicht reduziert werde. Gleichzeitig verwies der Finanzminister auf die anhaltend schwache wirtschaftliche Entwicklung, durch die dem Sub-Sovereign nach eigenen Angaben jährlich mehr als EUR 2 Mrd. an potenziellen Steuereinnahmen fehlen. Zudem steigen die Zahlungen Hessens an andere Bundesländer im Rahmen des Finanzkraftausgleichs auf über EUR 4 Mrd. Trotz des angespannten finanzpolitischen Umfelds sieht der Haushaltsentwurf weiterhin hohe Ausgaben für Investitionen und kommunale Unterstützung vor. Über den kommunalen Finanzausgleich sollen die Städte und Gemeinden mit einem Rekordvolumen von EUR 7,5 Mrd. unterstützt werden – insgesamt umfassen die Fördermittel rund EUR 12,5 Mrd. Darüber hinaus erreicht auch die Bildungsförderung mit EUR 6,5 Mrd. einen neuen Höchststand. Weitere EUR 3,7 Mrd. entfallen auf die Förderung von Wirtschaft, Verkehr und Wohnen, während EUR 1,9 Mrd. für Sicherheit und EUR 420 Mio. für die Digitalisierung des Landes eingeplant seien. Zur Konsolidierung der Landesfinanzen soll die Zahl der Beschäftigten erstmals seit Jahren abnehmen. Dies betrifft zunächst wenige Stellen in der Verwaltung, der eingeleitete Trend soll in den nächsten Jahren jedoch konsequent verfolgt werden. Trotz der schwierigen wirtschaftlichen Lage zeigte sich der hessische Finanzminister zuversichtlich und bezeichnete den Haushaltsplan als „resilient und zukunftsfähig“, da das bisherige Leistungsniveau auch unter anhaltendem wirtschaftlichem Druck erhalten und zugleich in zentrale Zukunftsbereiche investiert werden soll. Der Haushaltsentwurf soll Ende Dezember im Landtag offiziell verabschiedet werden.

Update: SSA-Emissionsprognose 2026

Auch wenn sich das Jahr 2026 langsam aber sicher dem Ende neigt, bleibt die Dynamik am SSA-Primärmarkt ungebrochen hoch. Die prall gefüllte Pipeline an Deals führte dazu, dass wir mittlerweile die untere Grenze unserer Gesamtjahresprognose von EUR 310-320 Mrd. an frischen EUR-Benchmarkanleihen übertroffen haben. Zum Redaktionsschluss lag das Neuemissionsvolumen seit Jahresbeginn bei EUR 314,9 Mrd. und damit nur noch knapp unter dem aggregierten Aufkommen in 2025 (EUR 316,7 Mrd.). Im von Sondereffekten beeinflussten Kalenderjahr 2021 waren es sogar EUR 329,3 Mrd. Vor dem Hintergrund bereits erfolgter Mandatierungen wie bspw. von HAMBRG, einer weiteren anstehenden Syndizierung der EU, sowie möglichen Prefundingaktivitäten gehen wir davon aus, dass sich weitere Emittenten in den kommenden Tagen und Wochen auf das Parkett wagen werden. Folglich haben wir uns dazu entschieden, unsere Prognose für 2026 auf nunmehr **EUR 320-330 Mrd.** anzuheben. Anfang Dezember 2025 stand unser Jahresausblick 2026 unter dem Titel „Mehr Schulden, weniger Spielraum?“. Die Entwicklungen in diesem Jahr haben gezeigt, dass aus der Frage eine Tatsache geworden ist: In vielen Jurisdiktionen ergibt sich ein besorgniserregendes Gesamtbild, insbesondere weil demografisch-bedingt steigende Sozialausgaben auf politisch verankerte Prioritäten wie u.a. höhere Verteidigungsausgaben und notwendige Infrastrukturinvestitionen bei gleichzeitig wachsenden Zinskosten treffen und den fiskalischen Spielraum zunehmend einengen. Die Implementierung glaubhafter und effektiver Konsolidierungsmaßnahmen wird zudem teilweise durch fehlende stabile politische Mehrheitsverhältnisse erschwert. Anhaltspunkte für eine nachhaltige Umkehr dieses Trends sind u.E. derzeit kaum auszumachen. Folglich rechnen wir damit, dass die Refinanzierungsbedingungen auch 2027 weiter strapaziert bleiben dürften.

Primärmarkt

In den vergangenen zwei Handelswochen kam im SSA-Segment wieder einiges an frischer Ware an den Markt, sodass wir in der heutigen Ausgabe von zehn Transaktionen im EUR-Benchmarksegment im Umfang von EUR 15 Mrd. berichten können. Hinzu kommen zwei frische Subbenchmarks sowie ein Tap. Beginnen wir zunächst chronologisch: Auf die Mandatierung des Freistaates Sachsen (Ticker: SAXONY) für eine siebenjährige Landesschatzanweisung (LSA) hatten wir bereits in unserer letzten Ausgabe hingewiesen und die Bücher wurden sodann kurz nach Redaktionsschluss geöffnet. Geprintet wurden EUR 500 Mio. schließlich guidancegemäß zu ms +17bp. Es folgte unser Trägerland Niedersachsen (Ticker: NIESA) mit einer frischen EUR 1 Mrd. schweren LSA bei acht Jahren Laufzeit. Das Pricing erfolgte final entsprechend der Guidance zu ms +22bp (Orderbuch: EUR 1,1 Mrd.). Demgegenüber entschied sich Hessen (Ticker: HESSEN) für eine deutlich kürzere Laufzeit (2,5y) und ein kleineres Volumen von EUR 500 Mio. Der Deal ging sodann zu einem Reoffer-Spread von ms flat über die Bühne (Bid-to-cover-Ratio: 7,4x). Komplettiert wurde das Länder-Quartett von Sachsen-Anhalt (Ticker: SACHAN): Der Sub-Sovereign ging dabei mit seinem ersten [Green Bond](#) auf die Investoren zu und versorgte sich mit frischen EUR 500 Mio. im fünfjährigen Laufzeitsegment guidancegemäß zu ms +13bp (Orderbuch: EUR 1,2 Mrd.). Für weiteren Supply im ESG-Segment sorgte die zur Weltbank-Gruppe gehörende International Development Association (Ticker: IDAWBG), welche EUR 1 Mrd. bei einer sehr langen Laufzeit von 30 Jahren in Form eines hauseigenen [Sustainable Development Bonds](#) zu ms +80bp einsammelte (Bid-to-cover-Ratio: 1,2x). Auch die African Development Bank (Ticker: AFDB) machte Nägel mit Köpfen und emittierte EUR 1 Mrd. mittels eines [Social Bonds](#) (5y) zu ms +10bp (Orderbuch: EUR 1,8 Mrd.). ESG-Investoren kamen auch in Belgien auf ihre Kosten: Als Teil einer Dual Tranche stand der Region Flandern (Ticker: FLEMSH) der Sinn nach [nachhaltigen](#) EUR 2 Mrd. (kurze 5y), die zu OLO +24bp gepreist wurden (entsprach circa ms +50bp). Der zweite Part bestand aus EUR 500 Mio. und einer Laufzeit von kurzen zwölf Jahren, welche zu OLO +26bp an den Markt kamen (entsprach circa ms +113bp). Die EU (Ticker: EU) war ebenfalls mit einer Dual Tranche bestehend aus Neuemission und Tap aktiv: Der frische 15-jährige Bond hatte ein Volumen i.H.v. EUR 5 Mrd. und wurde zu EU +7bp gepreist (entsprach circa ms +73bp). Zudem wurde die EU 3,125% 10/12/2033 um EUR 5 Mrd. zu EU +9bp aufgestockt (Orderbuch: EUR 73 Mrd.). Darüber hinaus sammelte die EIB (Ticker: EIB) im Rahmen ihres EARN-Programms frische EUR 3 Mrd. im siebenjährigen Laufzeitsegment zu ms +15bp ein (Bid-to-cover-Ratio: 12,5x). Im Subbenchmarksegment versorgte sich Dortmund (Ticker: DRTMND) zunächst mit EUR 200 Mio. (7y) zu ms +50bp über eine Stadtanleihe, ehe die Präfektur Tokio (Ticker: TOKYO) sodann einen [Resilience Bond](#) (5y) im Umfang von EUR 400 Mio. zu ms +39bp emittierte. Neumandatierungen: ESM ([Digitally Native Note](#)), HAMBURG (EUR 500 Mio., WNG, 10y, [Green](#)) sowie BERGER (Bmk, 5y).

Issuer	Jurisdiction	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
HESSEN	DE	20.10.	DE000A1RQFJ6	2.5y	0.50bn	ms flat	- / - / AA+	-
FLEMSH	BE	14.10.	BE0390383553	11.7y	0.50bn	ms +113bp	AA- / - / -	-
FLEMSH	BE	14.10.	BE0390382548	4.8y	2.00bn	ms +50bp	AA- / - / -	X
AFDB	SNAT	14.10.	XS3544706750	5.0y	1.00bn	ms +10bp	AAA / Aaa / AAA	X
EIB	SNAT	14.10.	EU000A4E2K37	7.1y	3.00bn	ms +15bp	AAA / Aaa / AAA	-
EU	SNAT	13.10.	EU000A4E2KT0	15.1y	5.00bn	ms +73bp	AAA / Aaa / AA+	-
SACHAN	DE	12.10.	DE000A5GS7Z4	5.0y	0.50bn	ms +13bp	AAA / Aa1 / -	X
NIESA	DE	08.10.	DE000A5GS7U5	8.0y	1.00bn	ms +22bp	AAA / - / -	-
IDAWBG	SNAT	08.10.	XS3538132773	30.0y	1.00bn	ms +80bp	- / Aaa / AAA	X
SAXONY	DE	07.10.	DE0001789436	7.0y	0.50bn	ms +17bp	- / - / AAA	-

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

Covered Bonds

Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt

Autoren: Elias Degener // Lukas Kühne // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Rückzahlungsstrukturen für Covered Bonds

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

Grundsätzliche Überlegungen zur Fälligkeitsverschiebung

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

Hard Bullet-Strukturen: Keine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung

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

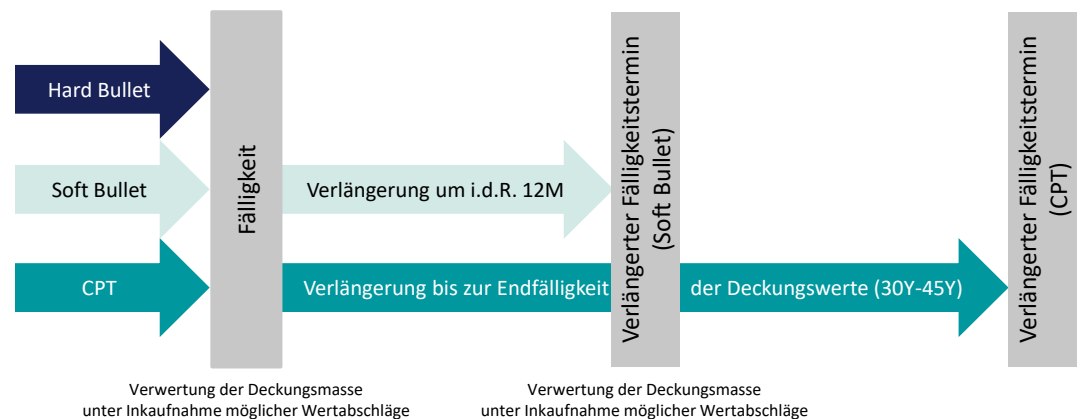
Soft Bullet-Strukturen: Laufzeitverlängerung durch Trigger Events

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

Conditional-Pass-Through-Strukturen: Ungewisse tatsächliche Endfälligkeit

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

Vergleich der unterschiedlichen Laufzeitstrukturen



Quelle: NORD/LB Floor Research

Sonderfall Polen: Soft Bullet mit Umstellungsoption auf CPT

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

Sonderfall Slowakei: Soft Bullet mit möglicher zweiter Laufzeitverlängerung

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

Überblick möglicher Auslöser für Fälligkeitsverschiebungen: Globaler Covered Bond-Markt

Land	Trigger Event
Australien	Insolvenz, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Belgien	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Dänemark	Mangelnde Liquidität, Marktumfeld
Deutschland	Konkurs, Abwicklung Emittent
Finnland	Mangelnde Liquidität, Marktumfeld
Frankreich	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Irland	Zahlungsausfall, Maßnahme der Aufsichtsbehörden
Island	Abwicklung, Verhinderung von Zwangsverkäufen, Zahlungsausfall Emittent oder Verwalter
Italien	Konkurs, Zahlungsunfähigkeit, Abwicklung Emittent, Maßnahme der Aufsichtsbehörden
Israel	-
Kanada	Insolvenz, Zahlungsausfall Emittent, Weitere Ereignisse
Luxemburg	Konkurs, Abwicklung Emittent
Neuseeland	-
Niederlande	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Norwegen	Konkurs, Abwicklung Emittent, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Österreich	Konkurs, Abwicklung Emittent
Polen	Konkurs
Portugal	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent
Schweden	Zahlungsunfähigkeit
Singapur	Vertraglich geregelt
Slowakei	Konkurs, Abwicklung Emittent
Spanien	Konkurs, Abwicklung, Mangelnde Liquidität, Marktumfeld
Südkorea	South Korean Covered Bonds: Zahlungsausfall Emittent KHFC Covered Bonds: -
Tschechien	-
Ungarn	-
Vereinigtes Königreich	Konkurs, Abwicklung, Zahlungsunfähigkeit Emittent

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

Soft Bullet- und CPT-Bonds bei Repo-Geschäften

Covered Bonds mit verlängerbarer Fälligkeit können aufgrund ihrer potenziell längeren Kapitalbindung einer besonderen Haircut-Behandlung unterliegen. Dies gilt insbesondere für own-use Covered Bonds, die vom Emittenten beziehungsweise einer mit ihm eng verbundenen Gegenpartei als Sicherheit im Rahmen geldpolitischer Kreditgeschäfte des Eurosystems mobilisiert werden. Bei own-use Covered Bonds mit Soft-Bullet-Struktur wird für die Ermittlung des Bewertungsabschlags nicht allein auf die ursprünglich vorgesehene Fälligkeit abgestellt. Vielmehr wird die vertraglich maximal mögliche Laufzeitverlängerung bei der Bestimmung der maßgeblichen Restlaufzeit berücksichtigt. Die anzusetzende Verlängerung ist damit emissionsspezifisch und beträgt nicht zwingend zwölf Monate. Für own-use Covered Bonds mit Conditional-Pass-Through-Struktur gilt dagegen eine pauschalisierte Laufzeitzuordnung. Diese werden für Zwecke der Haircut-Ermittlung unabhängig von ihrer ursprünglichen Fälligkeit dem Restlaufzeitband von zehn bis unter 15 Jahren zugeordnet. Damit trägt das Eurosystem der potenziell langen und ex ante nicht eindeutig bestimmbar Laufzeit einer CPT-Struktur Rechnung. Die Europäische Zentralbank hat darüber hinaus perspektivisch eine weitere Überarbeitung des Risikokontrollrahmens beschlossen. Dabei soll der bisherige Ansatz für own-use Covered Bonds durch ein separates Haircut-Schema ersetzt werden.

iBoxx EUR Covered: Einfluss der EU-Harmonisierung auf Rückzahlungsstrukturen

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

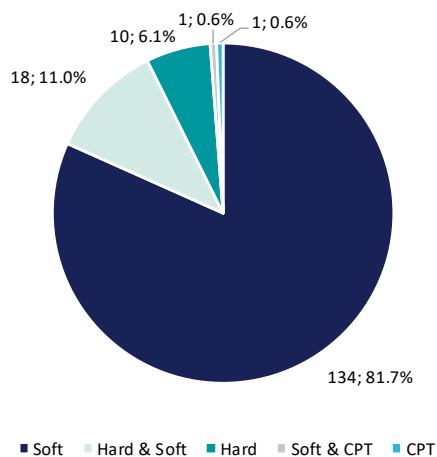
Zusammensetzung des iBoxx EUR Covered: Laufzeitstrukturen

Während sich zunächst die Verschiebungen mit Blick auf die Gewichtungen der Laufzeitstrukturen im iBoxx EUR Covered eher generisch vollzogen haben, ist mit der Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Marktes ein signifikanter Treiber hinzugekommen. Am Beispiel des deutschen Pfandbriefmarkts ist dies eindeutig erkennbar. Aber auch in anderen Jurisdiktionen ist durch die Anpassungen der Gesetzgebungen mit vermehrten Soft Bullet-Emissionen zu rechnen. Darüber hinaus hat kein nationaler Gesetzgeber in Analogie zu den Anpassungen am Pfandbriefgesetz eine „Big Bang“-Lösung in der Form präferiert und hart auf verlängerbare Strukturen umgeschwenkt. Dies gilt derzeit insbesondere für diejenigen Staaten, die über aktive Emittenten verfügen, die sowohl Hard Bullets als auch verlängerbare Strukturen aufweisen. Nachfolgend beziehen wir uns auf die iBoxx-Zusammensetzung für den September 2026.

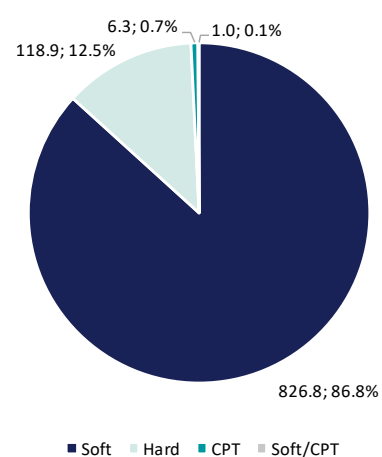
Reine Soft Bullet-Emittenten dominieren den iBoxx EUR Covered

Mit 134 von 165 Emittenten (81,7%) handelt es sich bei der Mehrzahl der im iBoxx EUR Covered gelisteten Emittenten (exkl. spanische Multi-Cedulas) um solche, die derzeit ausschließlich über ausstehende Benchmarks mit Soft Bullet-Struktur verfügen. Aktuell entfallen nur noch 6,1% (zehn Emittenten) auf Institute mit ausschließlich Hard Bullets. Mit der Banca Monte dei Paschi di Siena ist nur noch ein Emittent ein reines CPT-Institut. Damit können 88,4% der über ausstehende EUR-Benchmarks verfügenden Institute einem eindeutigen Modell zugeordnet werden. Die verbleibenden 11,6% entfallen hingegen auf Emittenten, die über ausstehende Benchmarks mit zwei unterschiedlichen Laufzeitstrukturen verfügen. Dabei ist die Kombination von Hard und Soft Bullets mit 11,0% (18 Emittenten) der häufigste Fall. Über EUR-Benchmarks mit Soft Bullet- und CPT-Struktur verfügt die niederländische NIBC Bank. Die EUR-Benchmarks der polnischen PKO Bank Hipoteczny, die durch eine hybride Laufzeitstruktur gekennzeichnet sind, zeigt den oben beschriebenen Sonderfall in Polen auf. Bei diesen Anleihen handelt es sich zunächst um einen Soft Bullet-Bond, dessen Endfälligkeit aufgrund der möglichen Umwandlung in eine CPT-Struktur im Vorfeld nicht eindeutig bestimmbar ist.

iBoxx EUR Covered: Emittenten nach Struktur



iBoxx EUR Covered: Volumen nach Struktur

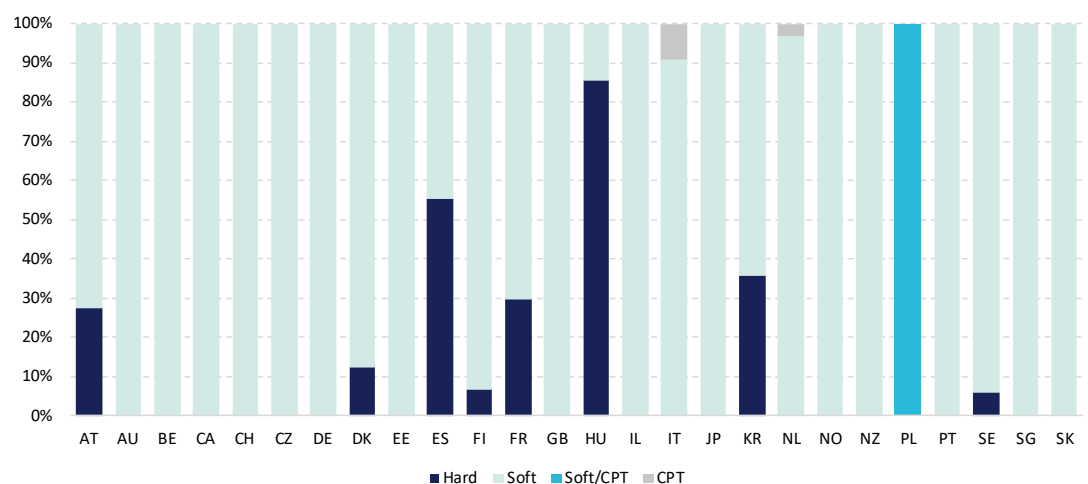


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Soft Bullet EUR-Benchmarks mit dem größten ausstehenden Volumen

Mit EUR 826,8 Mrd. (86,8%) entfällt der mit Abstand größte Anteil des im iBoxx enthaltenen Volumens (exkl. spanische Multi-Cedulas) auf Soft Bullet Covered Bonds. EUR-Benchmarks mit einer CPT-Struktur stellen unverändert eine Nische innerhalb des Primärmarktes dar, da lediglich 0,7% (EUR 6,3 Mrd.) des iBoxx-Volumens auf Bonds mit dieser Struktur entfallen. Traditionelle Hard Bullets vereinen EUR 118,9 Mrd. bzw. 12,5% auf sich. Aus Frankreich stammen dabei Hard Bullet-Emissionen im Volumen von EUR 73,9 Mrd., während auf Spanien (EUR 21,0 Mrd.), Österreich (EUR 13,8 Mrd.), Ungarn (EUR 3,0 Mrd.), Südkorea (EUR 2,8 Mrd.) sowie Finnland (EUR 2,3 Mrd.) die nächstgrößeren Volumina entfallen. Erwähnenswert ist in diesem Kontext, dass per III. Quartal 2026 unter den französischen Emittenten ausschließlich die Caisse Francaise de Financement Local (CAFFIL) bei insgesamt vier Benchmarkdeals eine Hard Bullet-Struktur wählte. Dies entspricht einem Anteil von nur 14,3% an den Emissionen französischer Institute im laufenden Jahr, wodurch die schwindende Relevanz der festen Rückzahlungszeitpunkte weiter unterstrichen wird.

Rückzahlungsstrukturen nach Jurisdiktionen (iBoxx EUR Covered)



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Zahlreiche Jurisdiktionen mit unterschiedlichen Rückzahlungsstrukturen

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

Rückzahlungsstrukturen Österreich

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

Rückzahlungsstrukturen Italien

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

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen in Österreich

In Österreich dominieren mittlerweile EUR-Benchmarks mit einer Soft Bullet-Struktur (EUR 36,4 Mrd.). Insgesamt verfügen 12 der insgesamt 13 österreichischen Emittenten über ausstehende EUR-Benchmarks mit einer Laufzeitverlängerungsoption. Lediglich die Volksbank Wien setzt am aktuellen Rand ausschließlich auf Hard Bullet-Strukturen. Das gesamte Volumen der österreichischen Hard Bullets liegt noch bei EUR 13,8 Mrd.

Rückzahlungsstrukturen in Italien

Italien gehört zu den Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds mit CPT-Strukturen ausstehend sind (EUR 3,8 Mrd.), auch wenn Bonds mit einer solchen Struktur am italienischen Markt für öffentlich platzierte EUR-Benchmarks im Vergleich zu Soft Bullet-Bonds (EUR 37,1 Mrd.) eine eher untergeordnete Rolle spielen.

Rückzahlungsstrukturen in Dänemark

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

Rückzahlungsstrukturen Dänemark

	Hard	Soft
Danmarks Skibskredit	X	
Danske Bank		X
Jyske Realkredit		X

Rückzahlungsstrukturen Finnland

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

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen in Finnland

Bei den derzeit am Markt ausstehenden EUR-Benchmarks finnischer Emittenten handelt es sich nur bei vier Emissionen der Nordea Mortgage Bank um Bonds, welche mit einer Hard Bullet-Struktur ausgestattet sind. Seit September 2022 hat die Nordea Mortgage Bank allerdings alle folgenden Emissionen (zwölf Stück) mit einer Soft Bullet-Struktur versehen. Die sieben weiteren Emittenten verfügen ausschließlich über EUR-Benchmarks mit Soft Bullet-Struktur mit jeweils einer Möglichkeit zur Verlängerung der Laufzeit um zwölf Monate. Somit emittieren alle sieben finnischen Covered Bond-Emittenten im EUR-Benchmarksegment mittlerweile auf Basis einer Soft Bullet-Struktur, weshalb auch in dieser Jurisdiktion ein endgültiger Abschied von Papieren ohne Laufzeitverlängerungsoption absehbar ist.

Rückzahlungsstrukturen in Frankreich

In Frankreich existieren insgesamt 16 Emittenten, darunter 13 Emittenten, die ihre Bonds mit einer einheitlichen Laufzeitstruktur ausgestaltet haben, also ausschließlich Hard oder Soft Bullet-Bonds begeben. Dabei entfällt mit zwölf Instituten die Mehrzahl auf solche Emittenten, die über eine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung verfügen. Nachdem die Cie de Financement Foncier seit November 2025 seine neu emittierten Covered Bonds nur noch mit einer Soft Bullet-Struktur ausstattet, ist es am aktuellen Rand nur noch die Caisse Francaise de Financement Local (CAFFIL), die ausschließlich Hard Bullets begibt. Durch den Seitenwechsel der Cie de Financement Foncier gibt es in Frankreich nunmehr drei Institute, die sowohl mit Hard Bullets als auch mit Soft Bullets im Index vertreten sind. Wie bereits zuvor beschrieben, ist Frankreich jedoch weiterhin klar die führende Jurisdiktion, was ausstehende Hard Bullet-Bonds betrifft. Mit einem per Q3/2026 ausstehenden Gesamtvolumen in EUR-Benchmarks von rund EUR 45,0 Mrd. an Hard Bullets, ist die CAFFIL der mit Abstand wichtigste Treiber in diesem Bereich.

Rückzahlungsstrukturen in Deutschland

Die Anpassung der rechtlichen Grundlage zur Emission von Pfandbriefen in Deutschland hat Laufzeitverlängerungen für sämtliche Pfandbriefe implementiert, die wir als Soft Bullets verstehen. Deutschland zählt damit am aktuellen Rand zu den Jurisdiktionen, die nur mit einer weichen Laufzeitstruktur im Benchmarkindex vertreten sind.

Rückzahlungsstrukturen in Portugal

Seitdem die Caixa Economica Montepio Geral, deren Covered Bonds mit einer CPT-Struktur ausgestattet waren, keine gedeckten Anleihen im EUR-Benchmarkformat mehr ausstehend hat, zählt Portugal zu den Jurisdiktionen, die nur mit einer Laufzeitstruktur (Soft Bullet) im Benchmarkindex vertreten sind.

Rückzahlungsstrukturen in Schweden

In Schweden greifen mittlerweile alle fünf Emittenten auf Covered Bonds mit einer Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung zurück. Während die Swedbank, SBAB Bank und die Svenska Handelsbanken ausschließlich mit Soft Bullet-Bonds im iBoxx EUR Covered vertreten sind, verfügen die LF Hypothek sowie die SEB über ausstehende EUR-Benchmarks mit beiden Rückzahlungsstrukturen. Mit Blick auf das Volumen zeigt sich, dass Hard Bullet-Bonds (EUR 1,3 Mrd.) weiter hinter die schwedischen Soft Bullet-Bonds im Volumen von EUR 20,2 Mrd. im iBoxx zurückfallen. So hat seit 2022 kein schwedischer Emittent mehr auf eine Hard Bullet-Struktur zurückgegriffen.

Rückzahlungsstrukturen Frankreich

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

Rückzahlungsstrukturen Deutschland

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

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen Schweden

	Hard	Soft
Lansforsakringar Hypotek	X	X
Skandinaviska Enskilda Banken	X	X
Svenska Handelsbanken		X
SBAB Bank		X
Swedbank Hypotek		X

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen Portugal

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

Rückzahlungsstrukturen in den Niederlanden

Nach der Einführung der CPT-Rückzahlungsstruktur durch die NIBC Bank im Jahr 2013 folgten ihr mit der Achmea Bank, Van Lanschot sowie der NN Bank drei weitere Emittenten mit Bonds im CPT-Format. In den vergangenen Jahren präferierten auch die niederländischen Emittenten zunehmend Soft Bullet-Strukturen, viele Emittenten passten ihre Programme an oder wandelten die Fälligkeitsstruktur bestehender CPT-Bonds in Soft Bullets. So hielt die NN Bank im April 2022 ein Bondholder-Meeting ab, auf dem eine Wandlung der ausstehenden CPT-Bonds in Soft Bullet-Strukturen beschlossen wurde. Eine solche Abstimmung folgte auch von der Achmea Bank. Mit der NIBC Bank verbleibt somit ein einziges Institut als CPT-Emittent im Index. Die Bank hat am aktuellen Rand noch fünf Bonds mit einer solchen Rückzahlungsstruktur ausstehend (Volumen: EUR 2,5 Mrd.), wovon der letzte im Jahr 2031 fällig wird. Die letzte Emission eines solchen Bonds liegt allerdings bereits fünf Jahre zurück. Seitdem hat die NIBC Bank in ihren drei Primärmarktauftritten ausschließlich EUR-Benchmarks mit einer Soft Bullet-Struktur emittiert, sodass das CPT-Format auf absehbare Zeit der Vergangenheit angehören wird. Das Volumen an Soft Bullets ist mit EUR 79,5 Mrd. um ein Vielfaches höher als jenes der CPT-Bonds.

Rückzahlungsstrukturen Niederlande

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

Rückzahlungsstrukturen Australien

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

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen Australien

Nachdem vor einiger Zeit Australien als einzige Jurisdiktion im Index über drei verschiedene Laufzeitstrukturen verfügte, liegen am aktuellen Rand ausschließlich Covered Bonds mit einer Laufzeitverlängerung vor. Lediglich die Bank of Queensland verfügt noch über einen ausstehenden Covered Bond im CPT-Format. Dieser wird im Juni 2027 fällig und ist folglich nicht mehr im Index enthalten.

Rückzahlungsstrukturen in Spanien

Seit dem Soft Bullet-Debüt (Dual Tranche) der Banco Santander im September 2022 zählt auch Spanien zu jenen Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds über verschiedene Laufzeitstrukturen verfügen. Landesweit gibt es zehn Covered Bond-Emittenten, die über ausstehende Hard Bullet-Bonds – insgesamt 19 Anleihen bzw. EUR 21,0 Mrd. – im Index verfügen, darunter auch die Banco Santander. Hervorzuheben ist in diesem Kontext außerdem, dass die BBVA für ihre Dual Tranche im Juni 2026 das Hard Bullet-Format wählte – erstmals seit 2016. Auch die Kutxabank wählte für ihr EUR-Benchmark-Comeback einen Covered Bond mit fixem Rückzahlungsdatum. Abgesehen davon sind die Soft Bullet-Strukturen jedoch, ausgelöst durch die neue Gesetzgebung, eindeutig auf dem Vormarsch. Den 19 Hard Bullets im iBoxx EUR Covered stehen nunmehr 20 Soft Bullet-Covered Bonds (EUR 16,9 Mrd.) gegenüber, womit erstmals mehr Covered Bonds mit einer Laufzeitverlängerung im Index enthalten sind.

Rückzahlungsstrukturen Spanien

	Hard	Soft
Abanca Corp Bancaria	X	
BBVA	X	
Banco de Sabadell	X	X
Banco Santander	X	X
Bankinter	X	X
CaixaBank	X	
Caja Rural de Navarra	X	X
Cajamar Caja Rural		X
Eurocaja Rural	X	
Kutxabank	X	
Unicaja Banco	X	

Rückzahlungsstrukturen Südkorea

	Hard	Soft
KEB Hana Bank		X
Kookmin Bank		X
Korea Housing Finance Corp	X	X
Shinhan Bank Co Ltd		X

Rückzahlungsstrukturen Ungarn

	Hard	Soft
OTP Mortgage Bank	X	
MBH Mortgage Bank		X

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen in Südkorea

Auch in Südkorea scheint das endgültige Verschwinden der Hard Bullet-Strukturen anzustehen. Nachdem in der Vergangenheit lediglich die KHFC gedeckte Anleihen im Hard Bullet-Format emittierte, ist das Institut im Februar 2026 ebenfalls auf Soft Bullets umgestiegen. Insgesamt ist die KHFC noch mit fünf Hard Bullets im Index vertreten. Der letzte Bond wird im Jahr 2030 fällig. Das Volumen an koreanischen Soft Bullets summiert sich auf EUR 5,1 Mrd. und liegt damit nahezu doppelt so hoch wie das der Hard Bullets (EUR 2,8 Mrd.).

Rückzahlungsstrukturen in Ungarn

Mit der MBH Mortgage Bank debütierte, nach dem Comeback der Jurisdiktion im EUR-Benchmarksegment im vergangenen Jahr, ein weiteres Institut. Im Gegensatz zur OTP Mortgage Bank, die in ihren Emissionen bislang ausschließlich auf Hard Bullet-Strukturen setzt, wählte der Newcomer für seine Debütemission das Soft Bullet-Format. Es bleibt spannend abzuwarten, ob sich Ungarn als eine der wenigen verbliebenen Jurisdiktionen mit beiden Laufzeitstrukturen hält oder das Pendel zukünftig doch eher in Richtung der gängigeren Marktpraxis der Soft Bullet-Strukturen ausschlägt.

Fazit und Ausblick

Der Blick in den iBoxx EUR Covered offenbart, dass Bonds mit Soft Bullet-Strukturen die vormals vorherrschende Form der Hard Bullet-Emissionen eindeutig abgelöst haben. So gibt es erstmals keine Jurisdiktion mehr, die ausschließlich Bonds ohne Laufzeitverlängerung unterhält. Insbesondere aufgrund des Debüts der MBH Mortgage Bank mit einem Covered Bond im Soft Bullet-Format ist mit Ungarn die letzte Bastion der Hard Bullets gefallen. Der anhaltende Trend in Richtung Soft Bullets liegt darüber hinaus insbesondere daran, dass vor allem in Frankreich und Österreich zahlreiche Emittenten einen Wechsel mit Blick auf die Ausgestaltung der Laufzeitstruktur ihrer Covered Bonds vollzogen haben. Die Umsetzung der europäischen Covered Bond-Richtlinie hat zudem den Wechsel von auf Programmbeschreibungen basierenden Rahmenbedingungen auf einen gesetzlichen Rahmen gefördert. Aus Perspektive der Aufsicht bleibt der Themenbereich der verlängerbaren Laufzeiten im Fokus. Im Rahmen ihrer 2025 veröffentlichten Advice zur Überprüfung des europäischen Covered Bond-Rahmens hat sich die EBA daher auch intensiv mit Chancen und Risiken von Covered Bonds mit „Extendable Maturities“ auseinandergesetzt. Dabei spricht sie sich insbesondere für eine stärkere Harmonisierung und Konkretisierung der Auslöser für Laufzeitverlängerungen aus.

SSA/Public Issuers

Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWKG

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

Einleitung

Sechs Städte aus Nordrhein-Westfalen haben im Februar 2014 die bis damals größte kommunale Gemeinschaftsanleihe in Deutschland platziert. Es war das erste Mal in der Geschichte der Bundesrepublik, dass ein halbes Dutzend Städte eines deutschen Landes gemeinsam an den Kapitalmarkt ging. Deutsche Städte und Gemeinden nutzen damit neben etablierten Formen auch neue Arten der (Re-)Finanzierung, nachdem immer mehr Banken wegen der stetig gesunkenen Renditen aus der klassischen Kommunalfinanzierung per Kredit ausgestiegen sind. Mittlerweile wurden bereits sieben gemeinsame NRW-Kommunalanleihen unter dem Ticker NRWKG begeben, von denen noch drei ausstehend sind. Die Zusammensetzung der beteiligten lokalen Gebietskörperschaften variiert dabei von Emission zu Emission. Die Fälligkeiten liegen zum heutigen Stand zwischen April 2027 und August 2032 mit Volumina von EUR 125-250 Mio. Die letzte Anleihe im Benchmarkformat wurde im Februar 2025 fällig. Kommunalanleihen bieten für Städte und Gemeinden eine Reihe von attraktiven Vorteilen: Wie bereits eingangs erwähnt, eröffnet sich ein neuer Refinanzierungskanal, dessen Nutzung bestehende Kreditlinien der Hausbanken schont. Darüber hinaus können über gemeinschaftliche Emissionen Synergieeffekte genutzt werden. Allerdings gibt es auch Herausforderungen bei einer solchen Emission: Fixkosten, Arranger-Fees, Rechtsberatung o.ä. In einigen Fällen kommen auch die Ansprüche an das nachhaltigkeitsbezogene Reporting dazu, wenn die zu platzierende Anleihe im ESG-Format emittiert werden soll. Zudem haben sich die Refinanzierungskosten für Kommunen angesichts der jüngsten EZB-Zinserhöhungen im Juni und September 2026 sowie der deutlich gestiegenen Renditen bei Bundeswertpapieren sowie Länderanleihen ebenfalls spürbar erhöht, was die ohnehin bereits angespannte Haushaltslage mancherorts weiter verschärfen dürfte.

Debüt der deutschen Städteanleihe – Ticker: DEUSTD

Ende November 2018 kam es zu einer Premiere am deutschen Anleihemarkt: Das emittierte Wertpapier stellte in der Hinsicht ein Novum dar, als dass zum ersten Mal Städte aus verschiedenen Bundesländern gemeinsam unter dem Ticker DEUSTD am Markt aktiv wurden. Die Emittenten Bochum, Celle, Emden, Essen und Saarbrücken waren mit unterschiedlichen Volumina vertreten: So waren Essen (EUR 55 Mio.), Saarbrücken (EUR 55 Mio.) und Bochum (EUR 50 Mio.) am stärksten an der Anleihe beteiligt, während auf Emden (EUR 25 Mio.) und Celle (EUR 15 Mio.) kleinere Teile des Gesamtvolumens von EUR 200 Mio. entfielen. Solche Unterschiede sind in diesem Segment nicht unüblich und wurden beispielsweise auch bei den gemeinsamen Kommunalanleihen aus NRW beobachtet. Trotz eines mit gut EUR 336 Mio. klar überzeichneten Orderbuches wurde die Anleihe nicht aufgestockt. Die hohe Nachfrage spricht dennoch für die Attraktivität von gemeinsamen Städteanleihen als Assetklasse. Als Kupon wurde 1% festgelegt und das Pricing der zehnjährigen Anleihe fiel mit ms +20bp für die Investoren wenige Basispunkte teurer aus als erwartet. Zuletzt (20. Oktober 2026) notierte die Anleihe bei rund 95% des Nominalwerts und die Rendite läge bei knapp 3,7% für heutige Investoren. Hauptabnehmer waren einst Banken und Sparkassen, wobei auch 14% des Volumens im Ausland abgesetzt wurden. Diese Form der Anleihe überträgt das Prinzip der [Gemeinschaft deutscher Länder \(Ticker: LANDER\)](#) auf kleinere Verwaltungsebenen.

Kommunale Negativspirale: Haushaltsdefizite im Jahr 2025 abermals auf Rekordniveau

Nach Finanzierungsüberschüssen zwischen 2011 und 2022 wiesen die deutschen Gemeinden und Gemeindeverbände 2023 erstmals wieder ein Finanzierungsdefizit aus, welches sich seitdem kontinuierlich vergrößerte: 2025 verzeichneten die Kommunen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes ein Finanzierungsdefizit i.H.v. EUR -31,9 Mrd., welches damit den Rekord aus dem Vorjahr (2024: EUR -24,8 Mrd.) übertraf. Die bereinigten Ausgaben der Kern- und Extrahaushalte stiegen 2025 erneut deutlich um +5,6% Y/Y auf EUR 423,3 Mrd. Maßgeblicher Treiber auf der Ausgabenseite waren die Personalausgaben, die mit +6,8% Y/Y überdurchschnittlich stark auf EUR 113,4 Mrd. zunahmen. Auch die im Vergleich zum Vorjahr höheren Sozialausgaben (+5,9% Y/Y), die sich im vergangenen Jahr auf EUR 90 Mrd. beliefen, belasteten die kommunale Haushaltslage zusätzlich. Die bereinigten Einnahmen waren mit EUR 391,4 Mrd. zwar um +4,1% höher als 2024, konnten den Ausgabenanstieg jedoch nicht kompensieren.

ESG auch bei Kommunen weiterhin auf dem Vormarsch

Bei nachhaltigen Anleihen von einem „Trend“ zu reden, wird der Sache weder in Ausprägung noch Relevanz gerecht. Fakt ist: Nachhaltigkeit ist auch bei Kommunen auf dem Vormarsch und diese Entwicklung begrüßen wir. Die niedersächsische Landeshauptstadt Hannover (Ticker: HANNOV) machte es im Jahr 2018 vor: Mit einem [Green & Social Schuldscheindarlehen \(SSD\)](#) sammelten die Hannoveraner EUR 100 Mio. (30y) am Kapitalmarkt ein und investierten die Erlöse ausschließlich in den städtischen Gebäudebestand. Im Mai 2025 emittierten die Niedersachsen sodann ihren [zweiten ESG-Schuldschein](#) i.H.v. EUR 250 Mio., wobei mit den Investoren Laufzeitenbereiche zwischen 12 und 30 Jahren vereinbart wurden. Auch in Bayern sind nachhaltige kommunale Wertpapiere mittlerweile etabliert: Im Jahr 2020 platzierte die Stadt München (Ticker: MUENCH) ihre erste [soziale Städteanleihe](#). Das Volumen betrug EUR 120 Mio. (12y) und diente dazu, bezahlbaren Wohnraum zu sichern. Im Juni 2024 entschieden sich die Münchener dazu, ihre Präsenz im ESG-Segment mit einem [Green Bond](#) (7y) i.H.v. EUR 300 Mio. auszuweiten. Aus NRW war es die Stadt Münster (Ticker: MUENST), welche im September 2022 als erste erfolgreich einen [grünen Schuldschein](#) für ökologische und soziale Investitionen am Markt platzieren konnte. Aufgrund des hohen Interesses entschied sich die Stadt dazu, das Volumen von ursprünglich geplanten EUR 100 Mio. auf EUR 140 Mio. aufzustocken. Im Mai 2024 folgte der zweite Green Bond im Umfang von EUR 170 Mio. Mittlerweile zählt auch die [Stadt Köln](#) (Ticker: KOELNC) zu den Emittenten grüner Kommunalanleihen. Nach ihrer ersten Platzierung eines [Green Bonds](#) im Februar 2024 (Volumen: EUR 150 Mio.) emittierten die Domstädter im Februar 2026 den bundesweit ersten Sustainability-Schuldschein mit einem Volumen von EUR 500 Mio., obwohl ursprünglich EUR 300 Mio. angedacht waren. Im April 2025 reihte sich zudem die [Stadt Offenbach](#) in den kleinen kommunalen ESG-Kreis ein und emittierte als erste Gemeinde in Hessen ein grünes SSD i.H.v. EUR 136,5 Mio.

Datenbasis der DEUSTD-Teilnehmer

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

Ökonomische Kennzahlen und Strukturkennzahlen

Einwohnerzahlen	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	364.454	363.441	356.209	357.024	358.676
Amtsfreie Gemeinde Celle	69.399	69.279	66.760	66.926	66.834
Kreisfreie Stadt Emden	49.874	49.523	49.563	49.701	49.202
Kreisfreie Stadt Essen	582.415	579.432	572.237	574.082	576.570
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	179.349	179.634	180.261	181.982	182.971

Wachstumsrate Einwohner in %	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	-0,31%	-0,28%	-1,99%	0,23%	0,46%
Amtsfreie Gemeinde Celle	-0,20%	-0,17%	-3,64%	0,25%	-0,14%
Kreisfreie Stadt Emden	-0,08%	-0,70%	0,08%	0,28%	-1,00%
Kreisfreie Stadt Essen	-0,06%	-0,51%	-1,24%	0,32%	0,43%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	-0,57%	0,16%	0,35%	0,95%	0,54%

Nominales BIP pro Kopf in EUR	2020	2021	2022	2023	2024e
Kreisfreie Stadt Bochum	36.432	39.539	43.489	43.377	43.377*
Amtsfreie Gemeinde Celle	30.682	33.824	36.763	37.637	37.637*
Kreisfreie Stadt Emden	65.172	67.391	70.970	80.493	80.493*
Kreisfreie Stadt Essen	41.481	44.190	47.183	49.525	49.525*
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	43.943	45.795	48.079	51.326	51.326*
Deutschland	41.481	44.190	47.183	49.525	49.525*

Nominales BIP pro Kopf in % bezogen auf Deutschland	2020	2021	2022	2023	2024e
Kreisfreie Stadt Bochum	87,83%	89,47%	92,17%	87,95%	87,95%*
Amtsfreie Gemeinde Celle	73,97%	76,54%	77,92%	76,00%	76,00%*
Kreisfreie Stadt Emden	157,11%	152,50%	150,41%	162,53%	162,53%*
Kreisfreie Stadt Essen	108,12%	104,36%	107,59%	109,21%	109,21%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	105,94%	103,63%	101,90%	103,64%	103,64%*

Arbeitslosenquote	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	9,4%	9,1%	8,6%	8,6%	9,0%
Amtsfreie Gemeinde Celle	6,4%	6,0%	5,5%	5,7%	5,8%
Kreisfreie Stadt Emden	9,0%	8,5%	8,2%	8,1%	9,4%
Kreisfreie Stadt Essen	11,0%	10,8%	10,0%	10,5%	10,6%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	10,3%	9,6%	8,8%	9,5%	9,7%
Deutschland	5,9%	6,3%	5,3%	5,7%	6,0%

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

* übernommen aus dem Vorjahr

Teilnehmende Städte unterscheiden sich deutlich in ihrer Wirtschafts- und Sozialstruktur

Unter Betrachtung der ökonomischen und strukturellen Kennzahlen der beteiligten Städte werden erhebliche Unterschiede sichtbar. Zum einen variieren diese deutlich im Hinblick auf die Einwohnerzahl, zum anderen in ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit. So ist Essen bezogen auf die Anzahl der Einwohner fast 12-mal größer als Emden, jedoch ist das nominale BIP pro Kopf in der ostfriesischen Stadt, deren Wirtschaft v.a. durch den Autobauer VW und diverse Zulieferer, den Industriehafen, Tourismus sowie dem wachsenden Markt der erneuerbaren Energien geprägt ist, das mit Abstand höchste der fünf Kommunen. Alle Städte verzeichneten in den vergangenen Jahren weitgehend konstante Bevölkerungszahlen, abgesehen von den teils deutlichen statistischen Bereinigungen infolge des Zensus 2022. Die allgemein angespannte wirtschaftliche Lage spiegelte sich 2024 hingegen auf den Arbeitsmärkten wider: So berichteten die teilnehmenden Städte von einem Anstieg der Arbeitslosenquote, wobei der Zuwachs in Emden mit +1,3%-Punkten am deutlichsten ausfiel, während jene in Celle und Essen mit +0,1%-Punkten nahezu unverändert blieb. Darüber hinaus war die Erwerbslosenquote auch im Jahr 2024 in fast allen betrachteten Kommunen höher als im Bundesdurchschnitt. Einzig die Arbeitslosenquote in Celle lag mit 5,8% unter dem Niveau des Bundes (6,0%). Im direkten Vergleich weist Celle die niedrigste Arbeitslosenquote auf, während Essen mit 10,6% den höchsten Wert verzeichnete.

Hauswirtschaftliche Kennzahlen

Laufende Einnahmen in EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	1.446,06	1.568,75	1.634,00	1.740,76	1.755,09
Amtsfreie Gemeinde Celle	181,71	176,90	167,13	178,88	184,40
Kreisfreie Stadt Emden	166,48	186,99	182,45	218,76	205,41
Kreisfreie Stadt Essen	3.176,61	3.203,03	3.296,80	3.626,14	3.772,48
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	552,18	498,23	526,45	572,88	572,49

Laufende Ausgaben in EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	1.339,16	1.447,81	1.474,84	1.566,09	1.772,66
Amtsfreie Gemeinde Celle	148,05	152,49	164,24	173,52	178,78
Kreisfreie Stadt Emden	165,64	175,66	187,73	214,53	227,80
Kreisfreie Stadt Essen	2.973,15	3.134,32	3.153,48	3.436,95	3.682,05
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	451,69	444,90	492,62	555,06	547,44

Davon Zinszahlungen in TEUR	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	19.831,58	15.793,44	17.097,08	26.826,56	33.303,34
Amtsfreie Gemeinde Celle	3.308,48	3.098,92	2.604,91	2.052,32	3.067,45
Kreisfreie Stadt Emden	-1.401,49	-1.678,00	-1.569,75	-609,22	-170,48
Kreisfreie Stadt Essen	25.627,55	24.170,25	20.682,98	38.290,32	45.728,86
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	10.089,74	9.974,02	9.345,63	7.835,40	6.754,27

Zinszahlungen in % der laufenden Einnahmen	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	1,37%	1,01%	1,05%	1,54%	1,90%
Amtsfreie Gemeinde Celle	1,82%	1,75%	1,56%	1,15%	1,66%
Kreisfreie Stadt Emden	-0,84%	-0,90%	-0,86%	-0,28%	-0,08%
Kreisfreie Stadt Essen	0,81%	0,75%	0,63%	1,06%	1,21%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	1,83%	2,00%	1,78%	1,37%	1,18%

Quelle: vdpKommunalScore, NORD/LB Floor Research

Hauswirtschaftliche Kennzahlen

Bedingt durch die Bevölkerungsunterschiede sind auch in den Haushaltsvolumina der Städte große Unterschiede zu erkennen. Dominierend ist erwartungsgemäß Essen, wo sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben 2024 höher waren als in den vier anderen Kommunen zusammen. Bei den Zinszahlungen fällt auf, dass diese im Vergleich zum Vorjahr insbesondere in Bochum (+24,1% Y/Y) und Essen (+19,4% Y/Y) deutlich gewachsen sind. Einen noch stärkeren Anstieg verzeichnete Celle (+49,5% Y/Y), wenngleich die Zinszahlungen dort von einem geringeren Niveau ausgehend zulegten. In Relation zu den laufenden Einnahmen bleibt die Zinslast in Bochum damit weiterhin die höchste unter den betrachteten Städten. Den Gegenpol hierzu bildet (weiterhin) die Stadt Emden, wo im betrachteten Zeitraum erneut Zinserträge zu verbuchen waren, wenn auch auf spürbar rückläufigem Niveau.

Verschuldungskennzahlen

Gesamtschulden in EUR Mio.	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	1.777,88	1.756,51	1.709,33	1.779,76	1.990,87
Amtsfreie Gemeinde Celle	269,22	252,32	250,94	264,00	326,67
Kreisfreie Stadt Emden	198,90	219,00	254,80	276,76	291,41
Kreisfreie Stadt Essen	3.034,72	3.050,64	3.065,72	3.086,06	3.183,18
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	1.293,66	1.250,96	1.620,69	1.074,70	1.017,90

Schulden pro Einwohner in EUR	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	4.878,19	4.833,00	4.798,66	4.984,98	5.550,61
Amtsfreie Gemeinde Celle	3.879,37	3.642,03	3.758,83	3.944,72	4.887,79
Kreisfreie Stadt Emden	3.988,04	4.422,10	5.140,86	5.568,56	5.922,81
Kreisfreie Stadt Essen	5.210,57	5.264,87	5.357,43	5.375,64	5.539,03
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	7.213,10	6.963,96	8.990,78	5.905,54	5.563,17

Schulden in % Gesamteinnahmen	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	118,70%	108,13%	100,78%	97,58%	106,46%
Amtsfreie Gemeinde Celle	136,56%	131,59%	140,57%	133,25%	160,16%
Kreisfreie Stadt Emden	114,19%	113,65%	133,84%	122,28%	137,34%
Kreisfreie Stadt Essen	92,36%	91,88%	89,50%	82,63%	80,30%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	226,29%	246,59%	303,09%	184,93%	174,83%

Anteil Kassenkredite in % der Schulden der originären Verwaltung

	2020	2021	2022	2023	2024
Kreisfreie Stadt Bochum	25,38%	22,58%	17,40%	16,67%	18,62%
Amtsfreie Gemeinde Celle	22,35%	21,09%	21,03%	26,04%	19,08%
Kreisfreie Stadt Emden	0,00%	0,00%	0,00%	6,63%	4,39%
Kreisfreie Stadt Essen	42,09%	40,07%	36,83%	33,26%	33,00%
Amtsfreie Gemeinde Saarbrücken	55,53%	52,83%	48,10%	44,92%	30,76%

Quelle: vdpKommunalScore, NORD/LB Floor Research

Essen und Saarbrücken gelingt Reduktion der Verschuldung in Relation zu Einnahmen

Die Verschuldung in den fünf Städten lag für Bochum, Celle, Emden und Essen im Zeitraum von 2020-2024 etwa zwischen 80% und 160% der Einnahmen. Demgegenüber war diese Kennzahl in Saarbrücken mit durchschnittlich 227% deutlich höher. 2023 ist es den Saarländern jedoch gelungen, sowohl die Gesamtverschuldung zu reduzieren als auch die Einnahmen zu steigern. Auch 2024 konnten die Saarländer ihre Gesamtverschuldung trotz fast unveränderter Einnahmen weiter zurückführen, sodass diese mit 175% gemessen an den Gesamteinnahmen den niedrigsten Stand seit 2020 erreichte. Dennoch liegt diese deutlich über der anderer Gebietskörperschaften, wobei der Abstand auf die am zweithöchsten verschuldete Stadt Celle (160%) inzwischen merklich geringer ist. Interessant ist auch die Betrachtung der kurzfristigen Verbindlichkeiten in Form von Kassenkrediten: Lediglich in Bochum wuchs der Anteil der Kassenkredite, während die übrigen Städte diese im Vergleich zu 2023 weniger in Anspruch nahmen. Wichtig im Kontext von Verschuldung und Schuldentragfähigkeit: **Grundsätzlich sind Kommunen nicht insolvenzfähig.** Eine Zahlungsunfähigkeit einer Kommune ist nach §128 Abs. 2 GO NRW (Gemeindeordnung für das Land Nordrhein-Westfalen) und §12 Abs. 1 InsO (Insolvenzordnung) nicht möglich. Letztlich haften das Land für die Kommunen und nach dem Prinzip der Bundestreue implizit der Bund für die deutschen Länder.

NRW übernimmt 2026 Kommunalschulden im Umfang von EUR 9 Mrd.

Um Städte und Gemeinden zu entlasten, hat das Land Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) Anfang 2026 Altschulden seiner Kommunen i.H.v. EUR 8,9 Mrd. übernommen. Jede der 167 Städte und Gemeinden wurde dabei von mindestens 41,1% ihrer übermäßigen Liquiditätskredite befreit. Besonders hoch verschuldete Kommunen profitierten darüber hinaus von einer vollständigen Übernahme weiterer Belastungen oberhalb von Pro-Kopf-Schulden im Umfang von EUR 1.500. Zu den Profiteuren gehörten mit den Städten Bochum und Essen u.a. auch DEUSTD-Teilnehmer: Jeweils 41,1% ihrer übermäßigen Verbindlichkeiten zur Liquiditätssicherung wurden vom Land NRW übernommen, damit wurden die beiden genannten Kommunen um EUR 136,5 Mio. bzw. EUR 610,7 Mio. entlastet. Auch die Altschulden der meisten Teilnehmer der gemeinsamen NRW-Kommunalanleihen wurden in diesem Zuge zum Teil deutlich reduziert. Nach unserem Dafürhalten ist allerdings wichtig zu betonen, dass das Altschuldenentlastungsgesetz lediglich den Stand der kommunalen Verbindlichkeiten zum Jahresende 2023 berücksichtigt. Seitdem sind die Schulden der Gemeinden weiter deutlich angestiegen, sodass der Effekt der Maßnahme u.E. eher versickern als eine nachhaltige strukturelle Lösung des Problems darstellen dürfte. Insofern erwarten wir keine spürbare Verbesserung bei den Verschuldungskennzahlen.

Ausschnitt der entlasteten Kommunen aus NRW

Kommune	Übermäßige Verbindlichkeiten zur Liquiditätssicherung per 31. Dezember 2023 (in EUR Mio.)	Anteilige Entschuldung (in EUR Mio. bzw. %)	
Bochum	332,5	136,5	41,1%
Dortmund	1.142,6	469,1	41,1%
Essen	1.487,5	610,7	41,1%
Gelsenkirchen	427,3	175,4	41,1%
Hagen	828,8	543,0	65,5%
Herne	421,4	184,6	43,8%
Remscheid	575,0	405,6	70,5%
Solingen	560,9	318,6	56,8%
Wuppertal	815,6	334,9	41,1%

Quelle: Ministerium der Finanzen des Landes NRW, NORD/LB Floor Research

Erläuterung der Tabelle zur Emissionshistorie deutscher Kommunalanleihen

In der nachstehenden Tabelle werfen wir einen Blick auf die bisherigen Transaktionen im kommunalen Teilsegment. Nicht enthalten sind u.a. SSD (sowohl konventioneller Art als auch mit ESG-Label), wie sie bspw. von den Städten Hannover oder Köln begeben wurden. Mit Ausnahme der NRW-Städteanleihen stellen wir bereits fällig gewordene Bonds ebenso nicht mehr in dieser Übersicht dar. Die vorhandene Datenbasis erlaubt nach unserem Dafürhalten trotz unterschiedlicher Emittenten und Marktphasen dennoch eine adäquate Vergleichbarkeit des Pricings und verdeutlicht insbesondere den Anstieg der Refinanzierungskosten im Zeitverlauf der vergangenen Jahre. Nach dem Spreadwidening Ende 2024 beziehungsweise Anfang 2025 setzte im Anschluss hingegen eine Gegenbewegung ein, die es beispielsweise den Städten München und Dortmund im laufenden Jahr ermöglichte, ihre Bonds zu geringeren Risikoaufschlägen an den Markt zu bringen als bei ihren Transaktionen in 2024 und 2025. Gleichzeitig unterstreicht die wachsende Anzahl von individuellen Transaktionen in den vergangenen Jahren die zunehmende Sichtbarkeit deutscher Kommunen am Kapitalmarkt. Ein Highlight stellte in dieser Hinsicht vor allem die Transaktion der Stadt München im vergangenen Jahr dar, als die bayerische Landeshauptstadt als erste deutsche Kommune überhaupt eine Anleihe im Benchmarkformat platzierte, die wir aufgrund des Emissionszeitpunktes „Oktoberfestanleihe“ getauft haben. Im März 2026 legten die Münchener zudem erfolgreich nach und bleiben am aktuellen Rand die einzige Kommune mit Präsenz im EUR-Benchmarksegment.

Emissionshistorie (ausstehender) deutscher Kommunalanleihen

Issuer	Coupon	Timing	ISIN	Initial Maturity	Initial Spread	Volume
NRW-Städte #1	Fix	06.02.14	DE000A11QCH9	4.0y	ms +35bp	500m*
NRW-Städte #2	Fix	19.02.15	DE000A14KP45	10.0y	ms +50bp	500m
NRW-Städte #3	Fix	10.06.15	DE000A161UQ4	7.0y	ms +40bp	250m
NRW-Städte #4	Fix	31.05.16	DE000A2AAWM3	10.0y	ms +49bp	125m
Dortmund	Fix	22.03.17	DE000A2E4YF9	10.0y	ms +35bp	140m
NRW-Städte #5	Fix	04.04.17	DE000A2DALY5	10.0y	ms +38bp	250m
Ludwigshafen	Fix	28.11.17	DE000A2GSSS7	10.0y	ms +22bp	150m
NRW-Städte #6	Fix	20.02.18	DE000A2G8VA5	10.0y	ms +24bp	250m
DEU-Städte	Fix	28.11.18	DE000A2LQRG8	10.0y	ms +20bp	200m
Dortmund	Fix	14.10.19	DE000A2YN264	10.0y	ms +17bp	130m
München	Fix	11.02.20	DE000A254SP3	12.8y	ms +15bp	120m
Bochum	Fix	11.11.20	DE000A289FM3	10.0y	ms +23bp	250m
NRW-Städte #7	Fix	24.08.22	DE000A30VKN0	10.0y	ms +25bp	125m
Dortmund	Fix	23.05.23	DE000A351TQ3	7.0y	ms +38bp	110m
München	Fix	18.09.24	DE000A383VA6	7.0y	ms +47bp	300m
Dortmund	Fix	20.03.25	DE000A4DFC81	7.0y	ms +65bp	150m
Bochum	Fix	01.04.25	DE000A4DFSW9	8.0y	ms +68bp	200m
München	Fix	18.09.25	DE000A460N04	9.0y	ms +50bp	500m
München	Fix	25.03.26	DE000A460HM6	10.0y	ms +39bp	500m
Dortmund	Fix	04.05.26	DE000A460J67	9.0y	ms +49bp	200m
Dortmund	Fix	12.10.26	DE000A5GS545	7.0y	ms +50bp	200m

* nachträglich aufgestockt um EUR 100 Mio.

Anmerkung: Die durchgestrichenen Bonds sind inzwischen fällig geworden.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Überblick: Kommunalanleihen aus NRW

Ein Blick in den Rückspiegel liefert die wichtigsten Kennzahlen für die sieben bislang begebenen gemeinsamen Kommunalanleihen Nordrhein-Westfalens unter dem Ticker NRWGK, von denen nach der Fälligkeit der gemeinsamen Anleihe #4 im Mai 2026 derzeit lediglich noch drei ausstehend sind. Die achte Anleihe in diesem Format stand im Herbst 2024 in den Startlöchern, kam letztlich aber nie auf die Schirme. Dabei hätten sich erstmalig sieben Städte zur gemeinsamen Refinanzierung zusammengetan und die Laufzeit des Bonds wäre im neunjährigen Bereich angesiedelt gewesen. Nachdem die Transaktion allerdings mit der Zeit im Sande verlief, entschieden sich zwei der beteiligten Städte – Dortmund und Bochum – im Frühjahr 2025, individuell frisches Kapital am SSA-Primärmarkt einzusammeln. Auch im laufenden Jahr ging die Stadt Dortmund auf eigene Faust auf die Investoren zu und platzierte im Mai EUR 200 Mio. (9y). Im Oktober folgte schließlich der zweite Streich der Westfalen, als die Dortmunder EUR 200 Mio. (7y) zu ms +50bp einsammelten.

Gemeinsame NRW-Kommunalanleihen (Ticker: NRWGK)**Gemeinsame Kommunalanleihe #1 (bereits fällig)**

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

Begeben: Februar 2014

EUR +100 Mio.

Gemeinsame Kommunalanleihe #2 (bereits fällig)

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

Begeben: Februar 2015**Gemeinsame Kommunalanleihe #3 (bereits fällig)**

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

Begeben: Juni 2015

Nein

Gemeinsame Kommunalanleihe #4 (bereits fällig)

Stadt	Anteil	Volumen
Hagen	30%	EUR 125 Mio.
Remscheid	30%	Kupon
Solingen	40%	1,00%
Summe	100%	Laufzeit
		10 Jahre
		Aufstockung

Begeben: Mai 2016

Nein

Gemeinsame Kommunalanleihe #5

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

Begeben: April 2017

Nein

Gemeinsame Kommunalanleihe #6

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

Begeben: Februar 2018

Nein

Gemeinsame Kommunalanleihe #7

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

Begeben: August 2022

Nein

Quellen: Emittenten, NORD/LB Floor Research

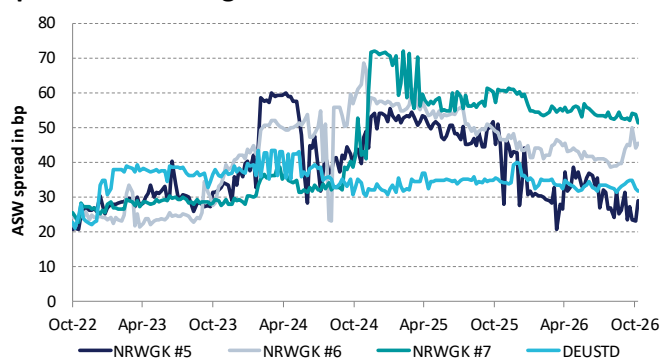
Jede Stadt haftet entsprechend ihres Anteils

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

Spreadanalyse kommunaler Gemeinschaftsanleihen

Mit Blick auf die ASW-Spreadlevels der ausstehenden NRW-Städteanleihen handelt Anleihe #7 mit aktuell +51bp deutlich über den Anleihen #5 (+29bp) und #6 (+45bp), was sich in erster Linie auf die längere Restlaufzeit und die damit verbundene Laufzeitprämie zurückführen lässt. Zudem dürfte auch die Anzahl bzw. Gewichtung und Zusammensetzung der teilnehmenden Städte eine wesentliche Rolle spielen, da die beteiligten Städte nur entsprechend ihres Anteils an der Anleihe haften. Je geringer die Anzahl der teilnehmenden Städte, desto maßgeblicher wird der Spread von der Haushaltslage und Verschuldungssituation einzelner Teilnehmerstädte beeinflusst. Während sich bei der Kommunalanleihe #7 lediglich drei Städte aus NRW zusammenschlossen, waren es bei Anleihe #5 vier bzw. Anleihe #6 fünf. Die bis 2028 laufende DEUSTD-Anleihe notiert mit +31bp hingegen enger als die NRW-Städteanleihen #6 und #7, was neben der kürzeren Restlaufzeit auch durch die länderübergreifende Zusammensetzung und damit stärkere regionale Diversifikation begründet sein dürfte. Das vergleichsweise niedrige Spreadniveau der NRWGK-Anleihe #5 dürfte dagegen vor allem ihrer kurzen Restlaufzeit geschuldet sein.

Spreadentwicklung NRWGK & DEUSTD



Relative Value: NRW (6y)* vs. NRWGK #7



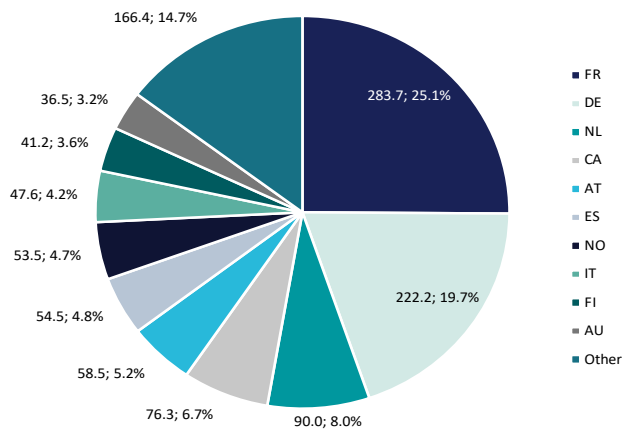
*Der Referenzwert für NRW (6y) wurde mittels linearer Interpolation der Bloomberg-Indizes EIC5PPG BVLI Index (5Y) und EIC7PPG BVLI Index (7Y) ermittelt.
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Fazit und Ausblick

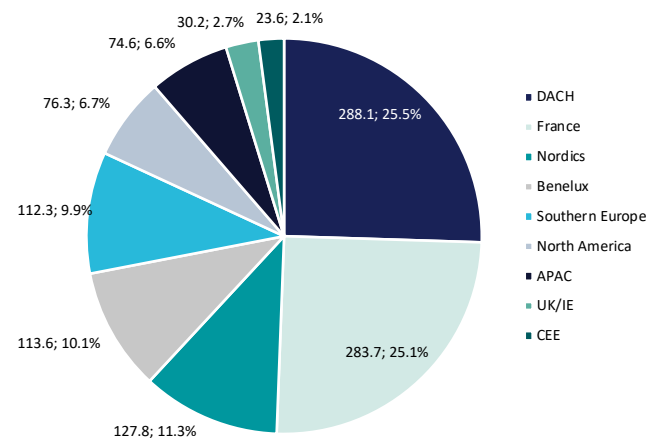
Auch künftig dürften sich Städte oder Kommunen (gelegentlich) zusammenschließen und gemeinsame Anleihen begeben, wobei sich die Tendenz abzeichnet, dass besonders größere und/oder finanzkräftigere Städte zunehmend ihren eigenen Weg am Kapitalmarkt gehen. Eines der entscheidenden Argumente für die Gemeinschaftsemission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

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



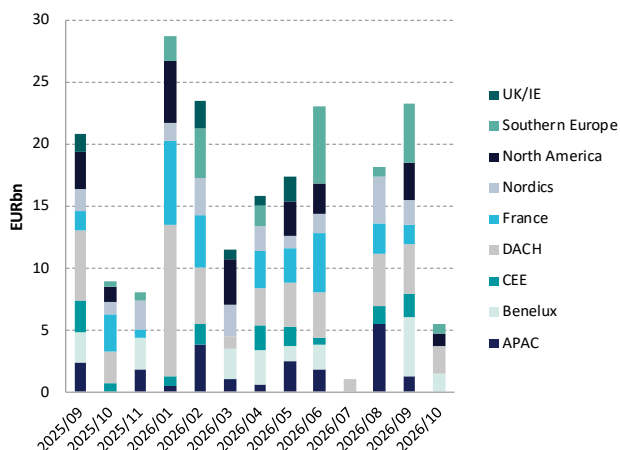
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



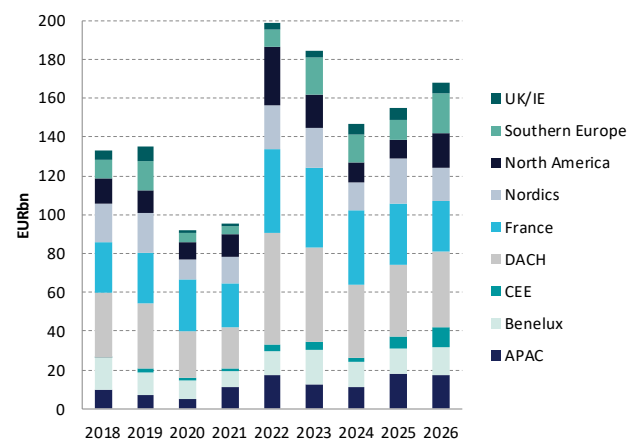
Top 10-Jurisdiktionen

Rank	Country	Amount outst. (EURbn)	No. of BMKs	There of ESG BMKs	Avg. issue size (EURbn)	Avg. initial maturity (in years)	Avg. mod. Duration (in years)	Avg. coupon (in %)
1	FR	283.7	280	42	0.96	9.0	4.0	1.89
2	DE	222.2	306	49	0.68	7.8	3.5	1.98
3	NL	90.0	89	5	0.95	10.0	4.9	1.79
4	CA	76.3	61	1	1.24	5.7	2.5	2.13
5	AT	58.5	96	5	0.60	8.2	3.5	1.80
6	ES	54.5	50	4	0.99	9.3	3.2	2.40
7	NO	53.5	64	14	0.84	6.9	3.2	1.81
8	IT	47.6	60	6	0.75	7.8	3.6	2.43
9	FI	41.2	51	4	0.80	6.6	2.8	2.13
10	AU	36.5	37	0	0.99	7.2	2.8	2.20

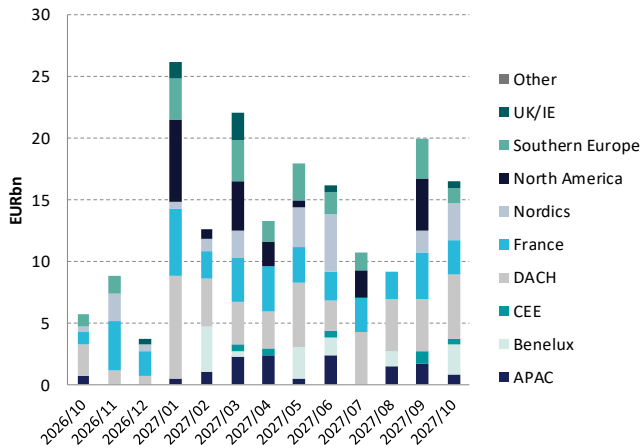
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



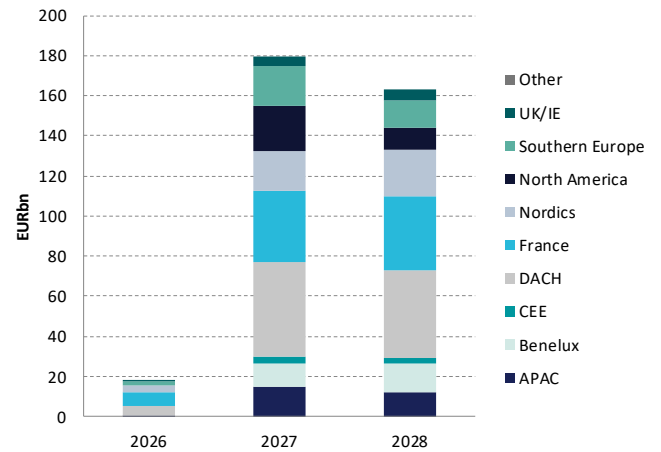
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



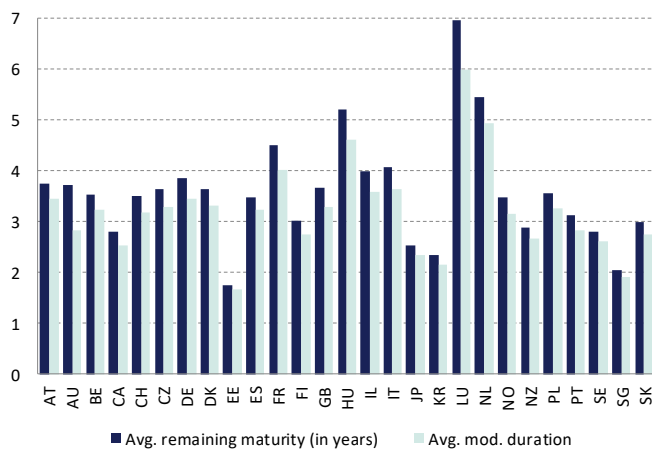
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



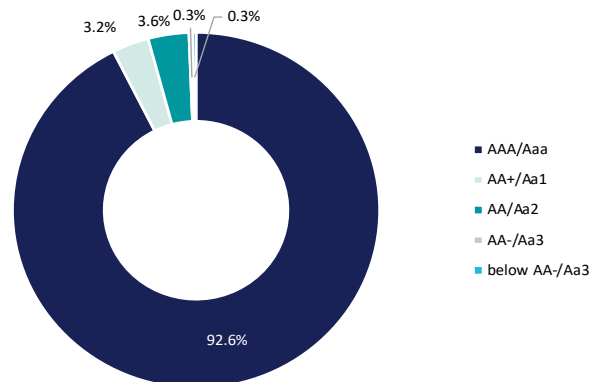
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



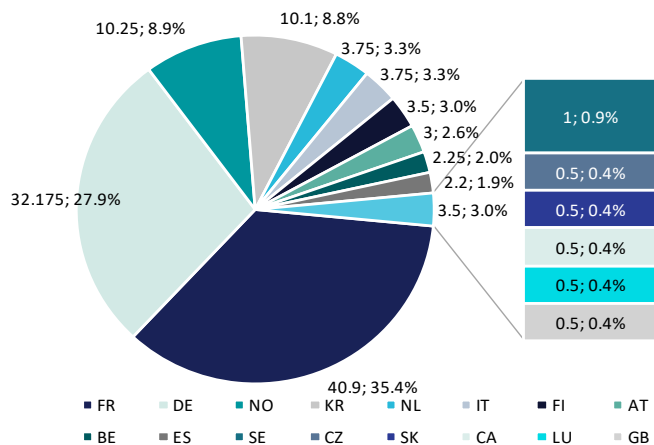
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



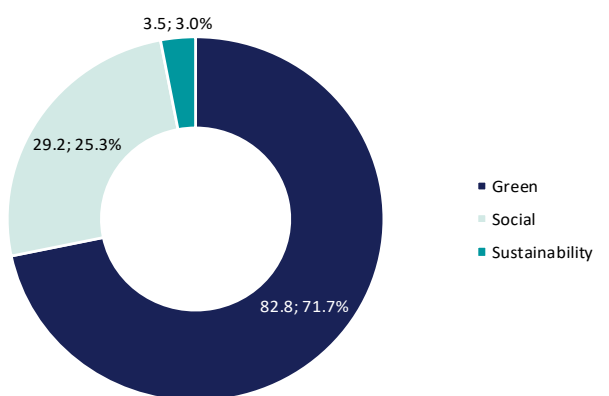
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

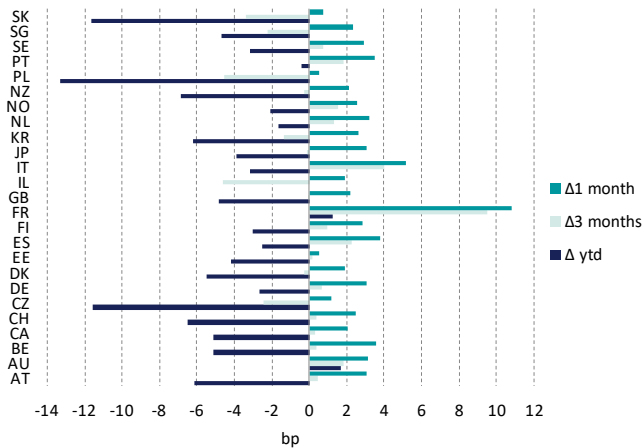


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

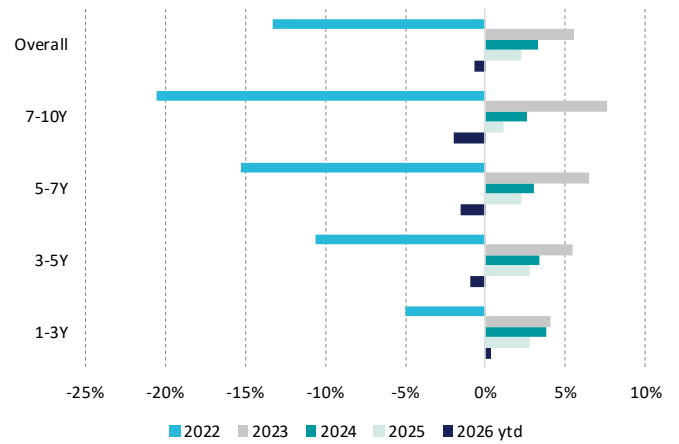


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

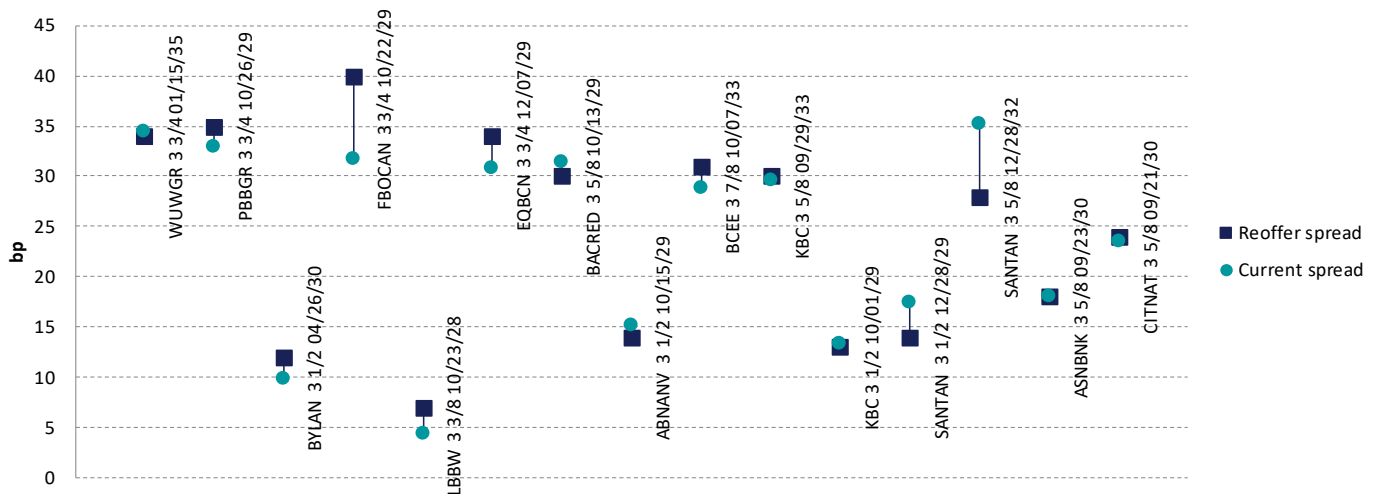
Spreadveränderung nach Land (EUR-Benchmarks)



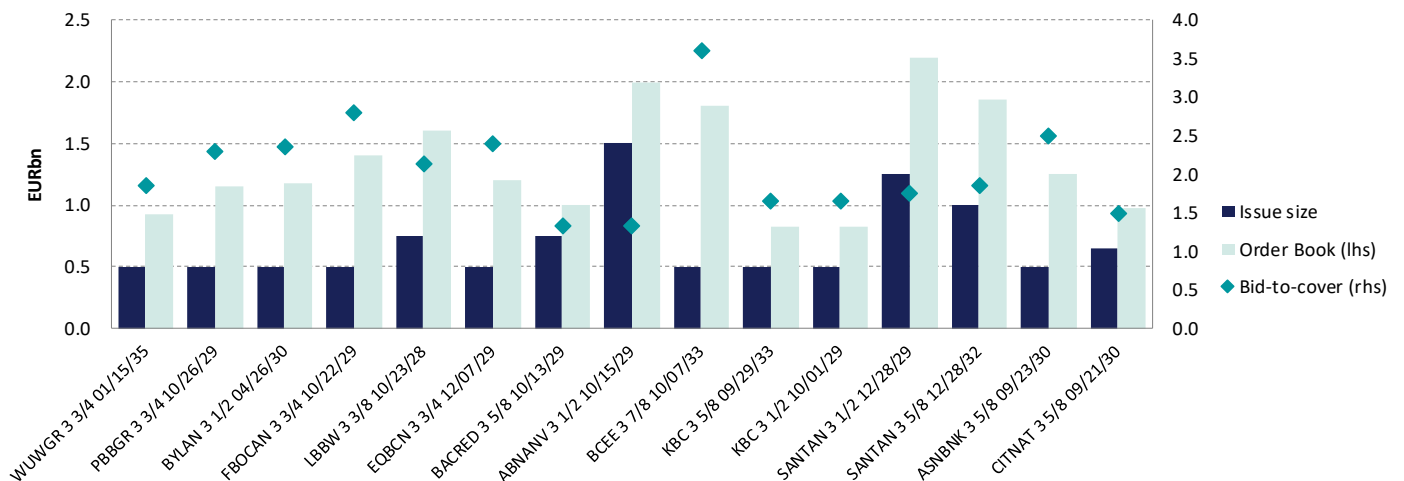
Performance EUR-Benchmarks (Total Return)

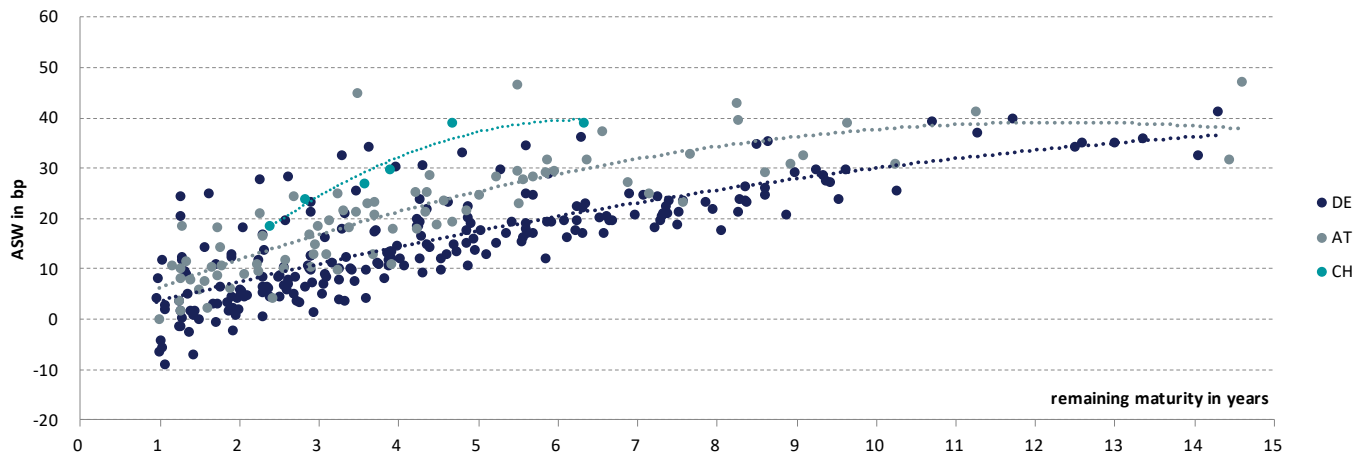
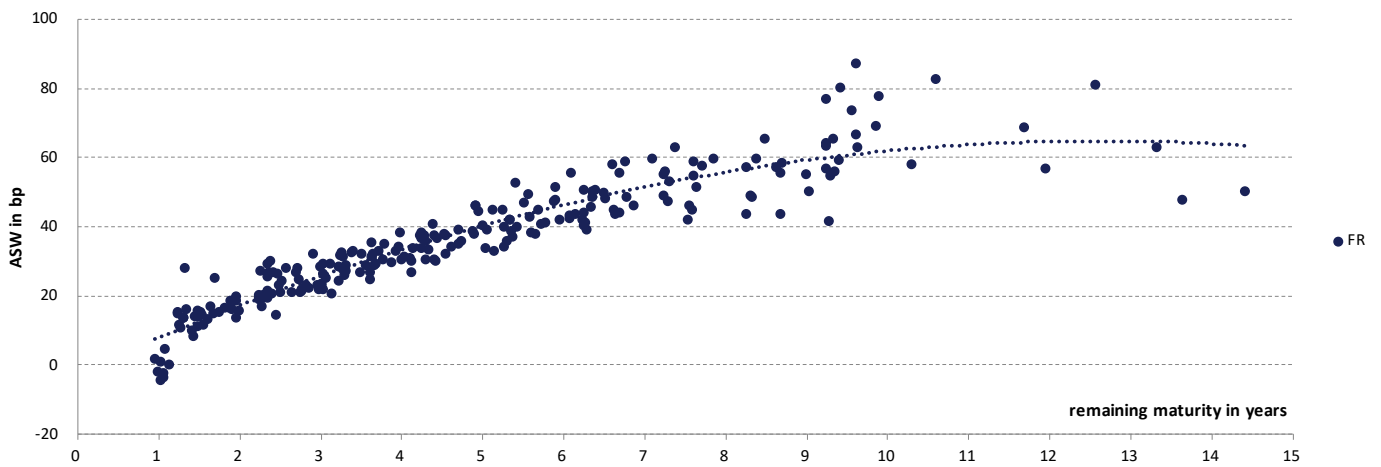
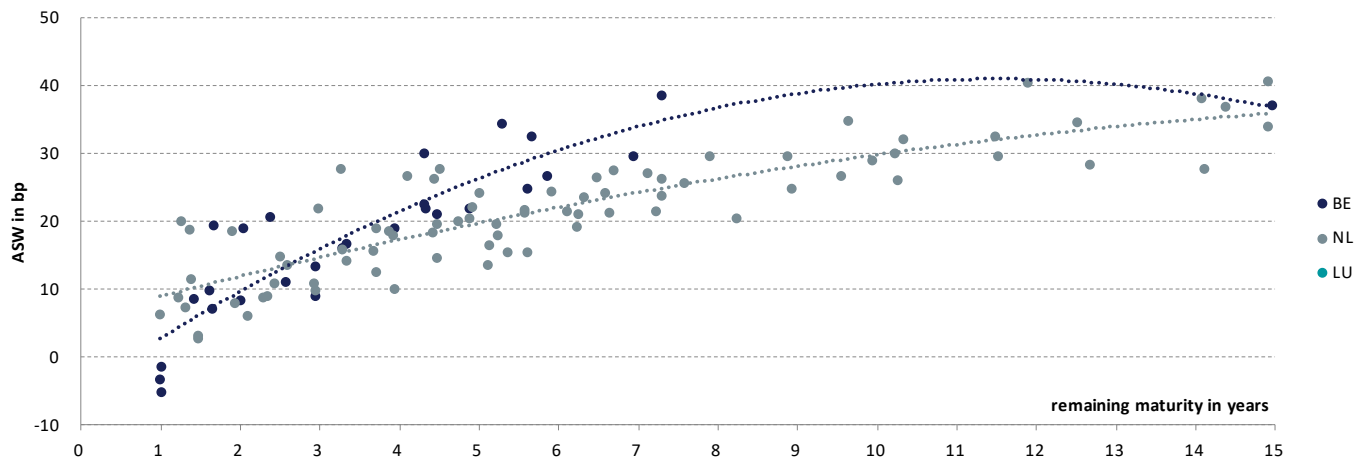


Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

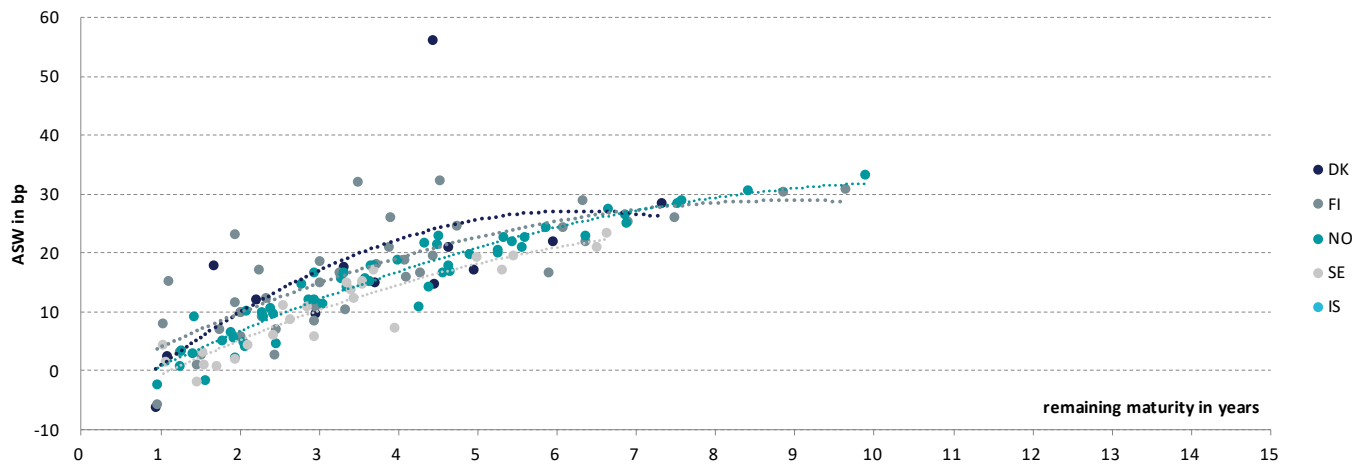


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

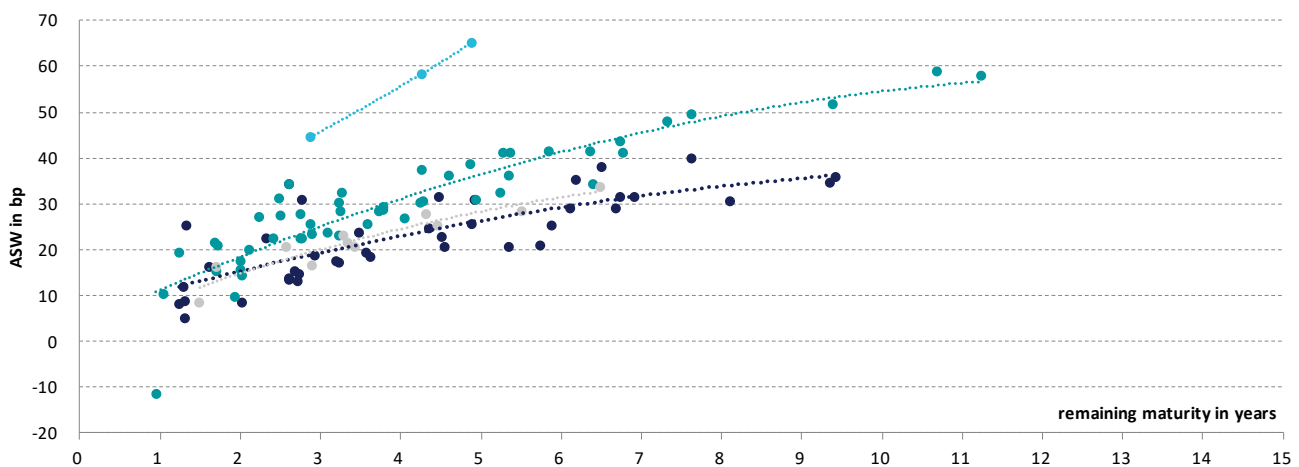


Spreadübersicht¹DACH   France Benelux   

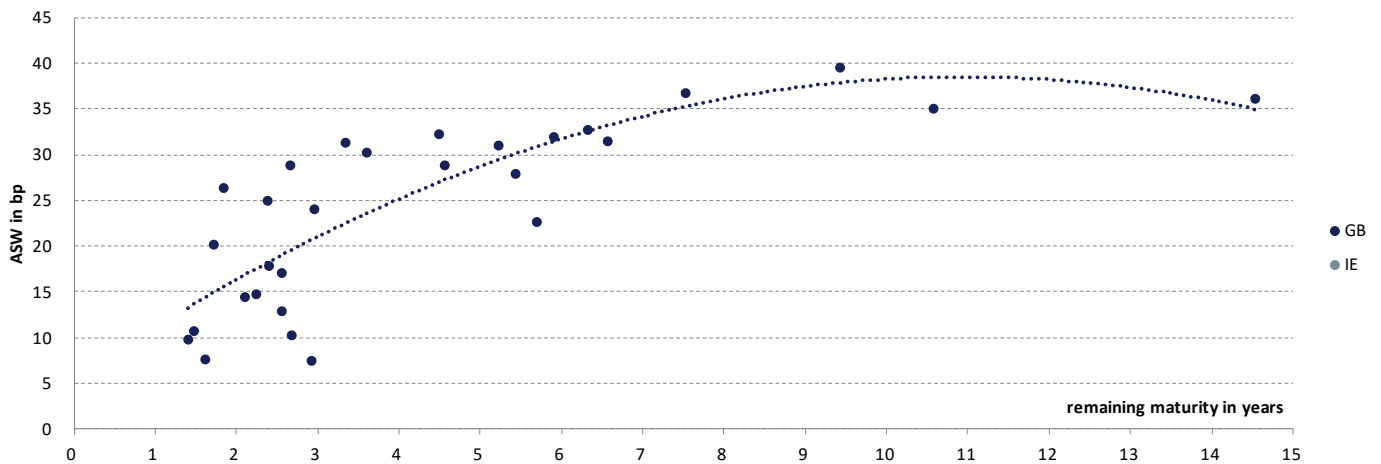
Nordics

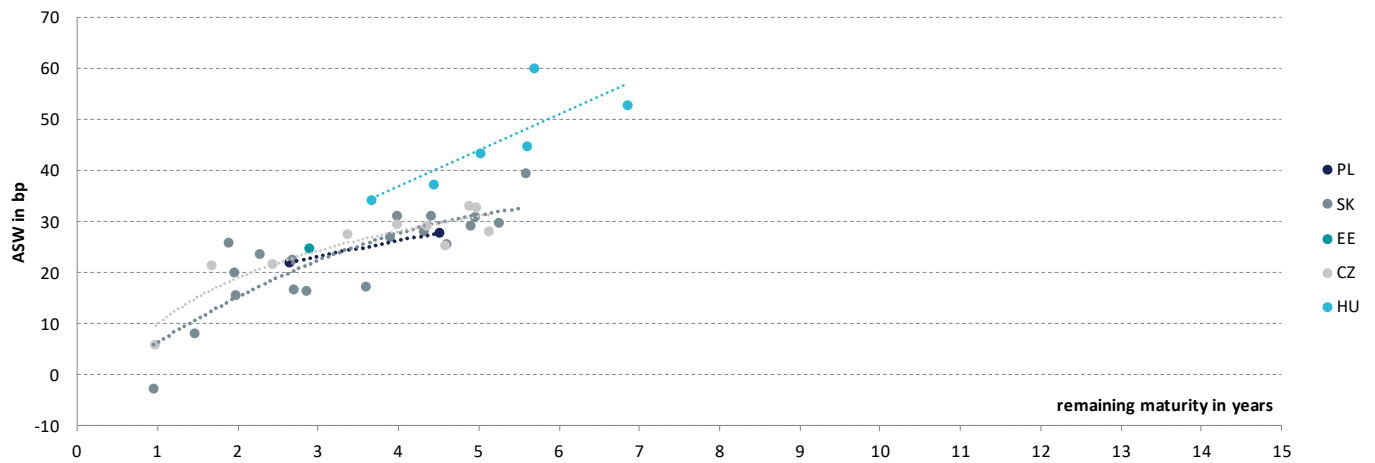
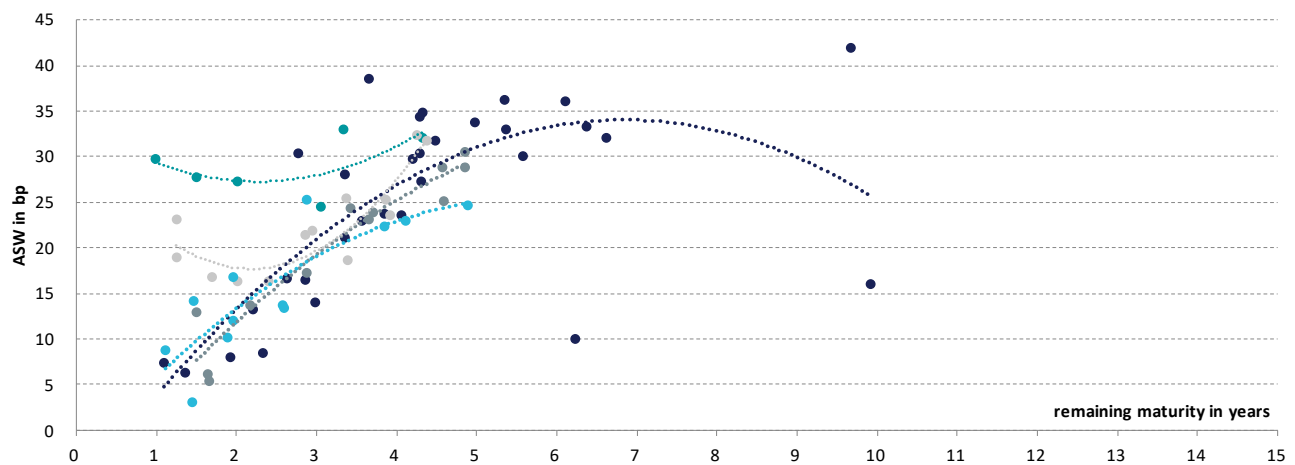
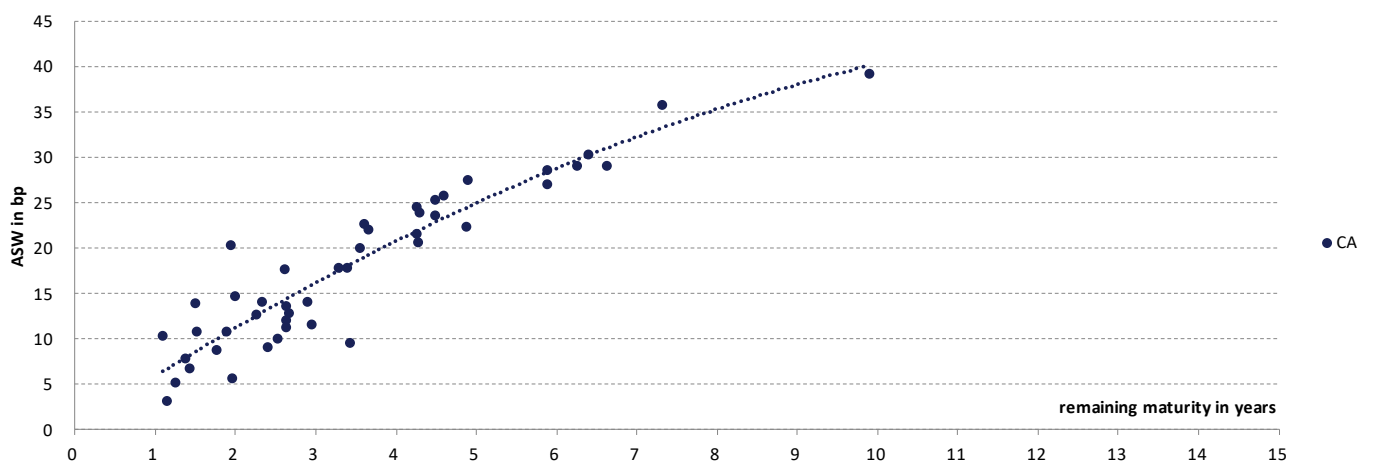


Southern Europe



UK/IE



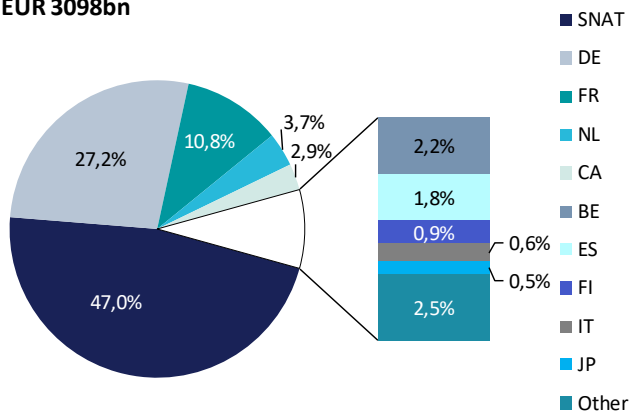
CEE APAC Canada 

Charts & Figures

SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

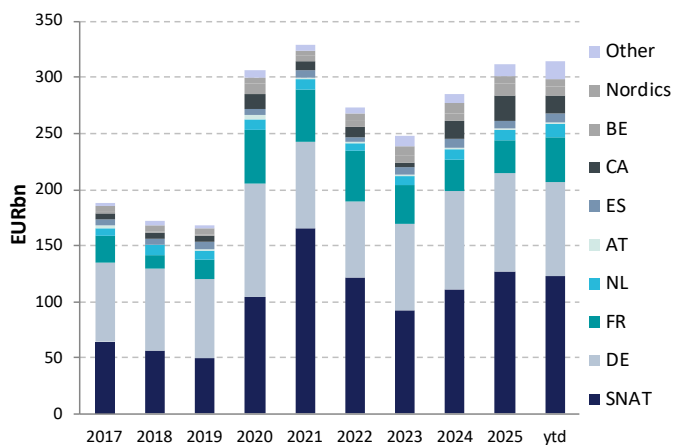
EUR 3098bn



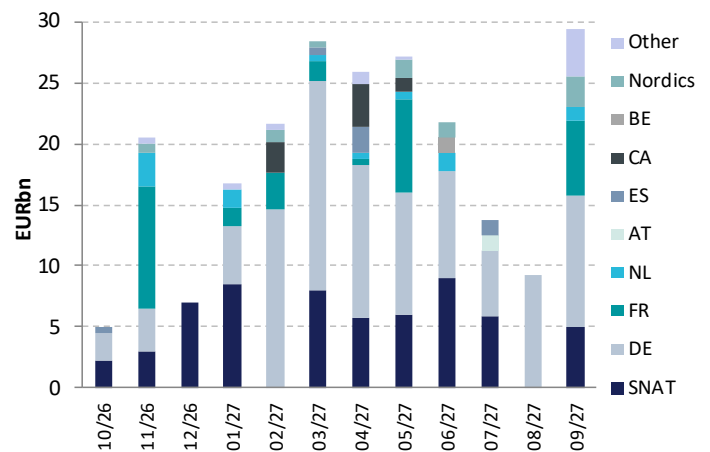
Übersicht der Top10 (EUR-Benchmarks)

Jurisdiction	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.456,0	288	5,1	7,3
DE	841,3	640	1,3	5,5
FR	333,3	219	1,5	4,8
NL	114,2	98	1,2	5,5
CA	88,8	75	1,2	6,0
BE	67,3	59	1,1	8,6
ES	54,7	82	0,7	4,6
FI	28,5	29	1,0	3,4
IT	19,9	27	0,7	3,9
JP	16,0	19	0,8	2,8

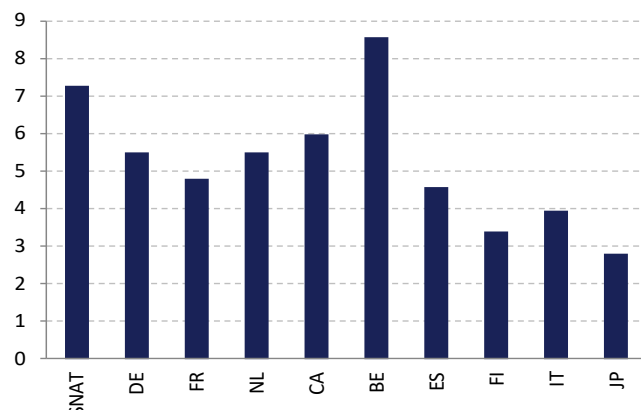
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



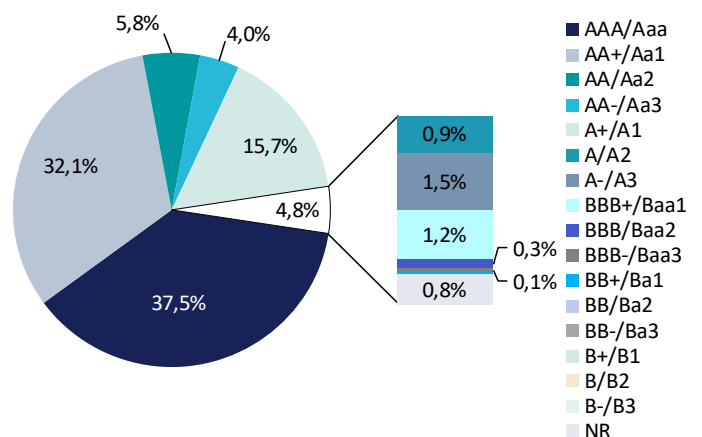
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



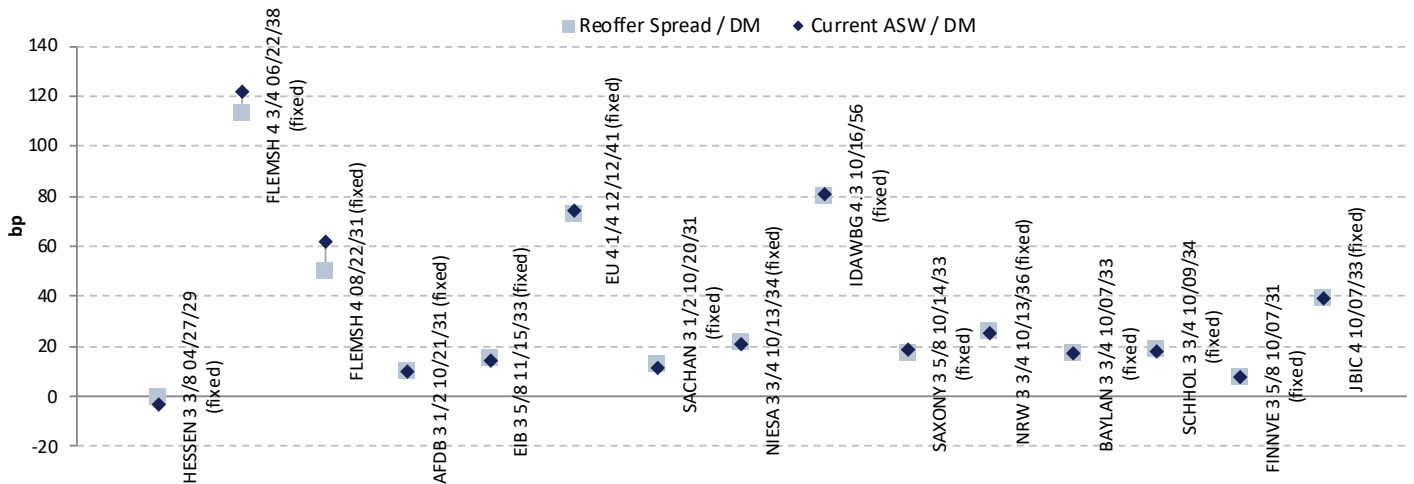
Vol. gew. Modified Duration nach Jurisdiktion



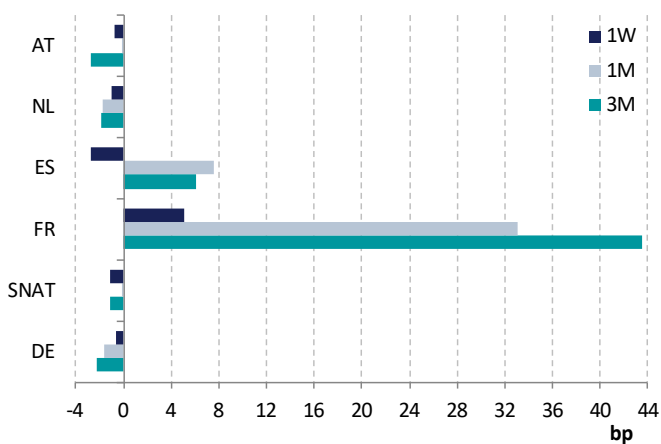
Ratingverteilung (volumengewichtet)



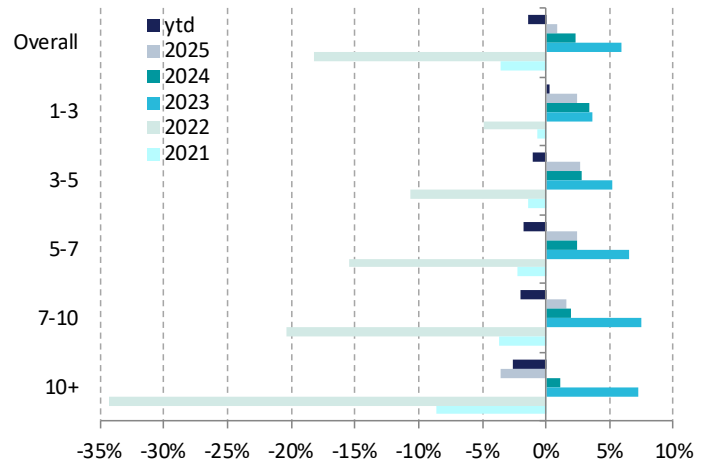
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



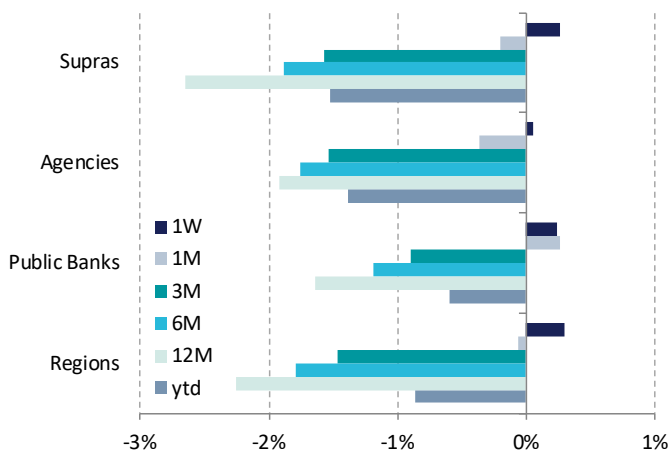
Spreadentwicklung nach Jurisdiktion



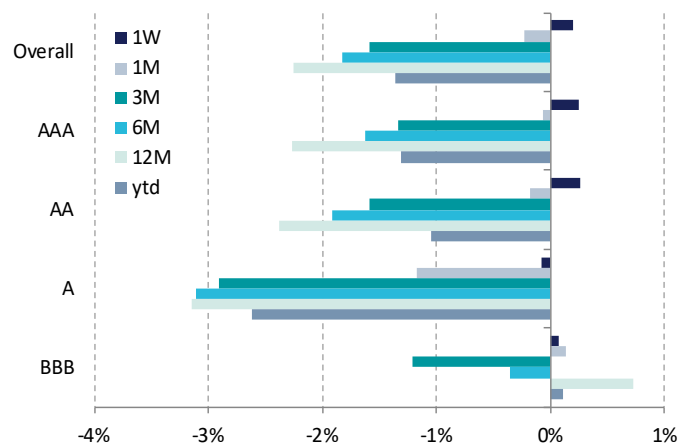
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance auf Indexebene (Total Return)

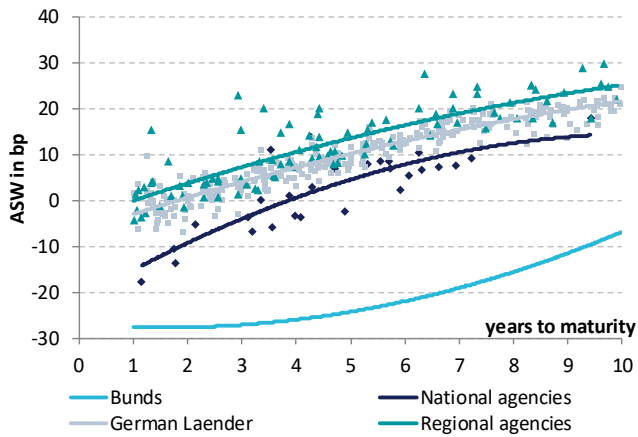


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

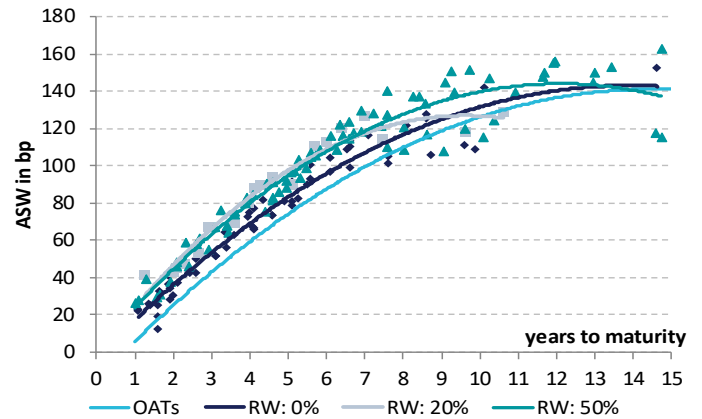


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

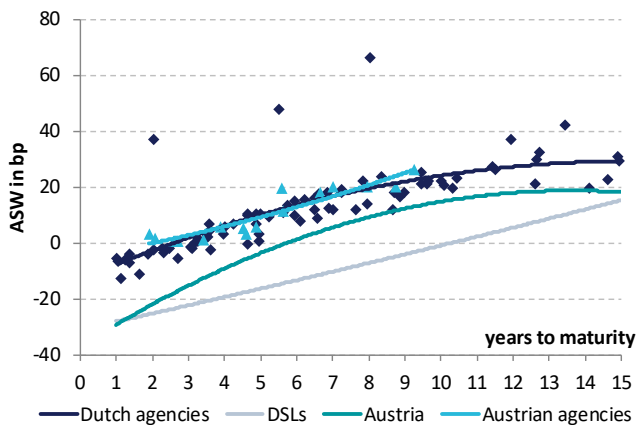
Germany (nach Segmenten)



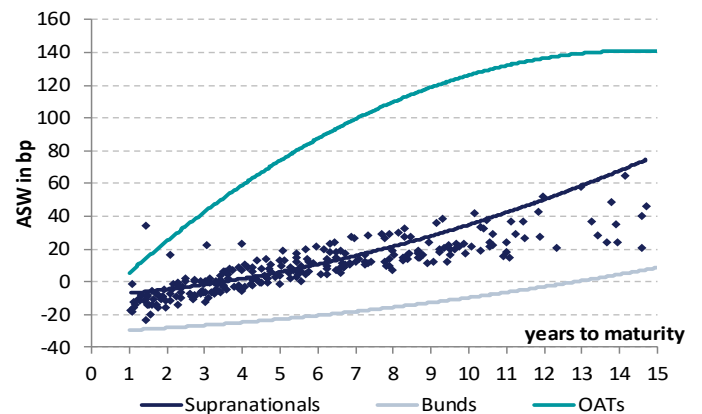
France (nach Risikogewichten)



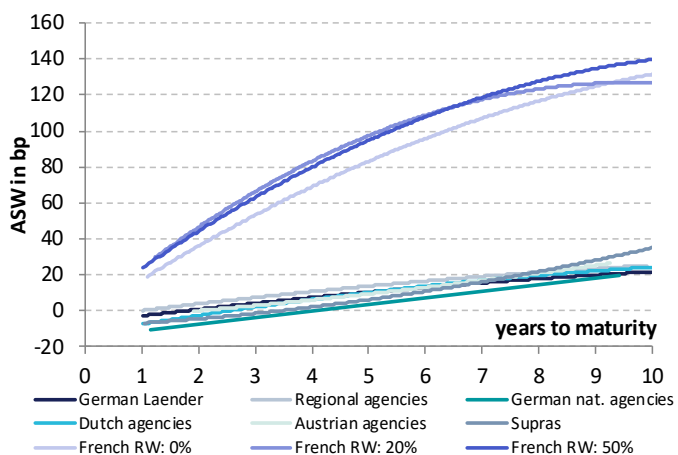
Netherlands & Austria



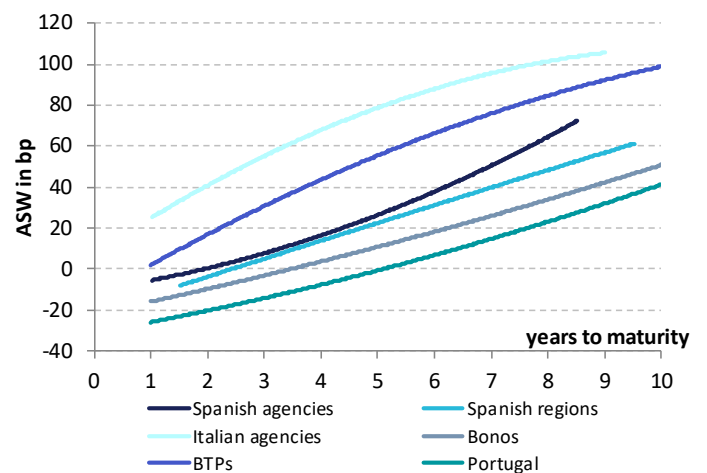
Supranationals



Core



Periphery



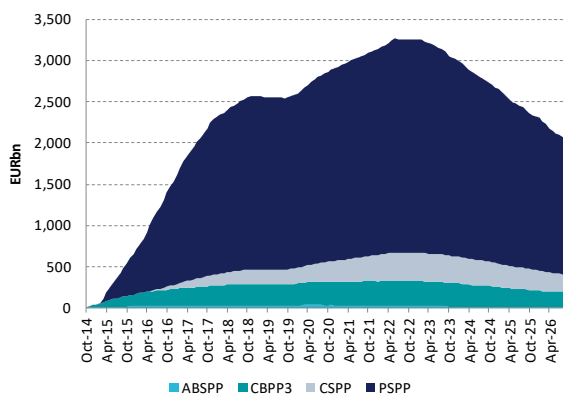
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

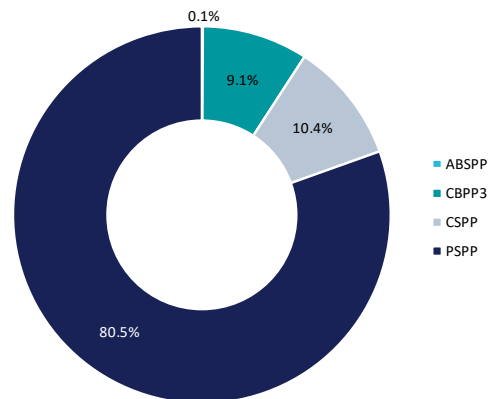
EZB-Tracker

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

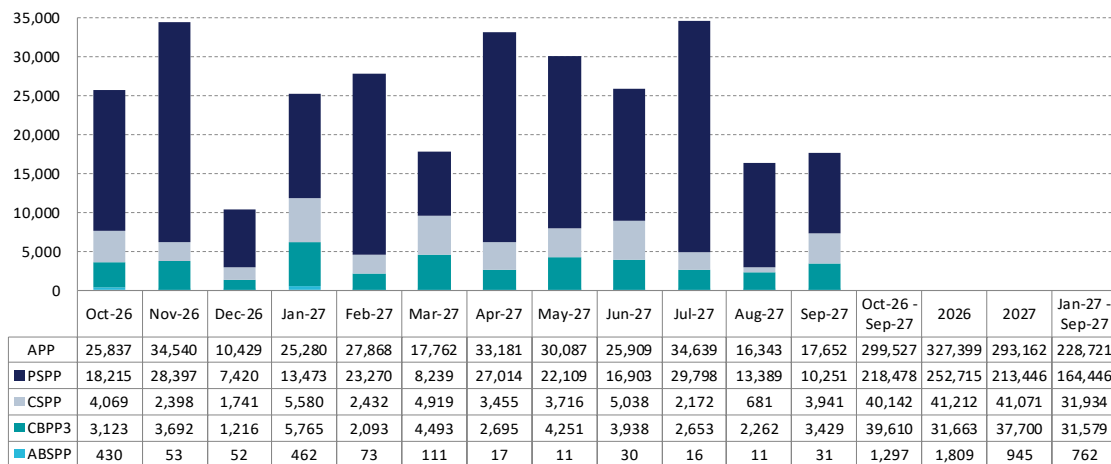
APP: Portfolioentwicklung



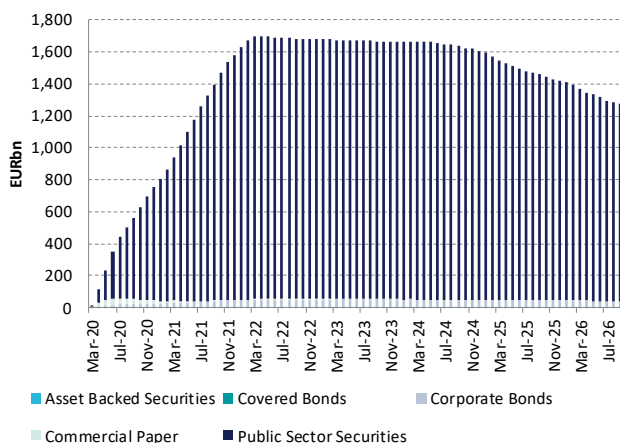
APP: Portfoliostruktur



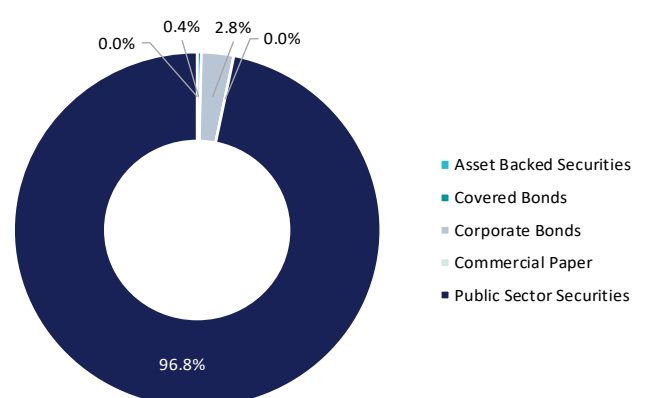
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



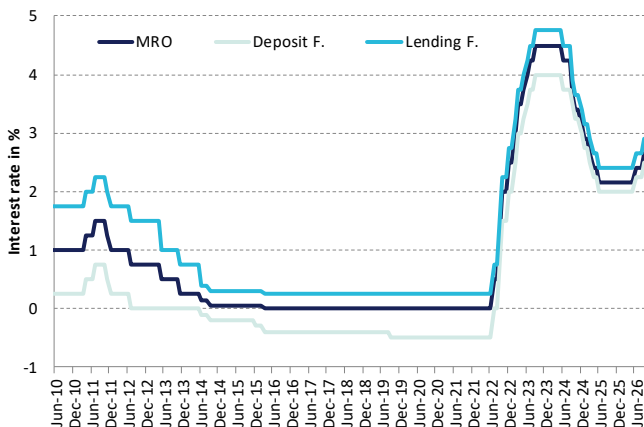
PEPP: Portfoliostruktur



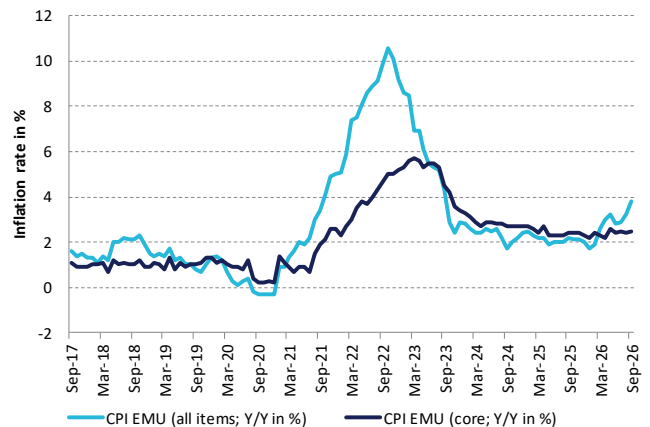
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



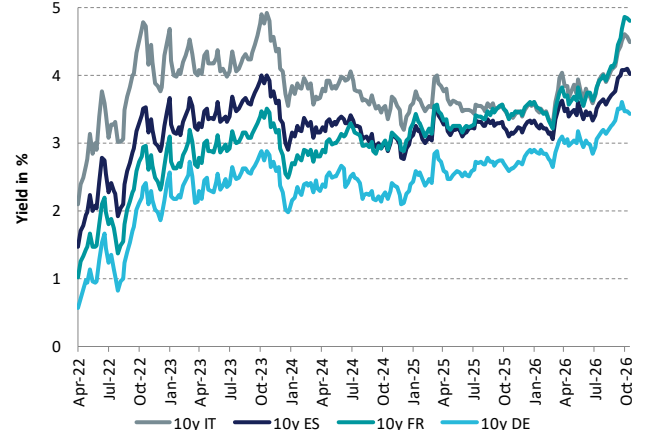
Inflationsentwicklung im Euroraum



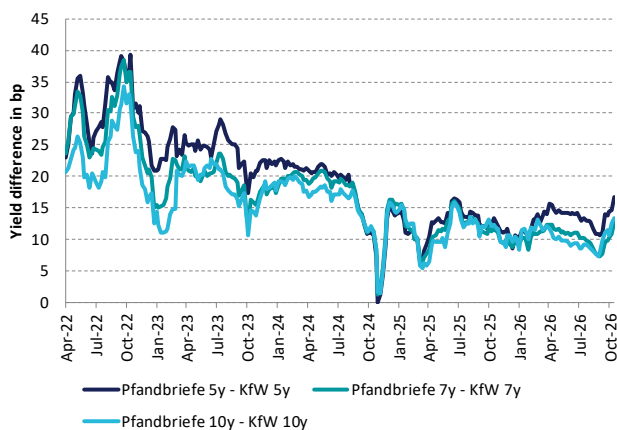
Bund-Swap-Spread



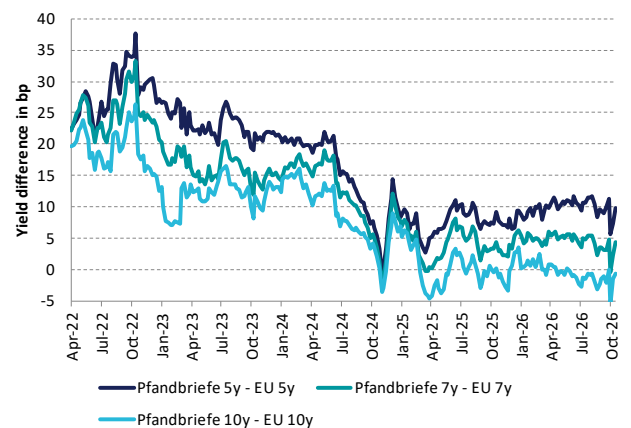
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen		
29/2026 // 07. Oktober	- Der Ratingansatz von Morningstar DBRS - Der spanische Agency-Markt im Überblick		
28/2026 // 30. September	- Fitch: Covered Bond-Ratingansatz - Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2026		
27/2026 // 16. September	- Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 - Italienische Agencies im Fokus		
26/2026 // 09. September	- ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2025 - Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies		
25/2026 // 26. August	- Solvency II und Covered Bonds - Die Zeit drängt bei der Recovery and Resilience Facility (RRF)		
24/2026 // 19. August	- Covereds: Ein Blick über das EUR-Benchmarksegment hinaus - Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2026		
23/2026 // 15. Juli	- Der Ratingansatz von Moody's - Pensionsverpflichtungen als Belastung für die Länderfinanzen		
22/2026 // 08. Juli	- Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick - Megaemittent EU im Fokus		
21/2026 // 01. Juli	- Ausblick auf den Covered Bond-Markt im II. Halbjahr - Hydration Break: Wie groß ist der SSA-Durst in H2/2026?		
20/2026 // 24. Juni	- Bankensektor im Fokus: EBA Risk Dashboard im I. Quartal 2026 - NGEU: Green Bond Dashboard		
19/2026 // 17. Juni	- Notenbankfähigkeit von Covered Bonds - Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II		
18/2026 // 10. Juni	- Covereds: Triodos Bank – neuer Emittent aus den Niederlanden - Auckland Council – AUCCN im Fokus		
17/2026 // 03. Juni	- Relative Value von Covereds gegen Staatsanleihen im Fokus - Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2026		
16/2026 // 27. Mai	- Covered Bond-Jurisdiktion Kanada im Fokus - Stabilitätsrat zur 35. Sitzung zusammengetreten		
15/2026 // 20. Mai	- Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026 - Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026		
14/2026 // 13. Mai	- Covereds – ESG-Benchmarksegment: Begrenztes Marktwachstum erwartet - Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage		
13/2026 // 29. April	Cross Asset: Benchmark-Indizes für Covered Bonds und SSA/Public Issuers		
12/2026 // 22. April	- Italien: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind - New Zealand Local Government Funding Agency im Fokus		
11/2026 // 15. April	- Covereds: Wohin steuert der Markt im weiteren Jahresverlauf? - Das SSA-Segment im Jahr 2026 – Status Quo und Ausblick		
10/2026 // 01. April	Cross Asset: Relative Value – im Auge des Sturms		
NORD/LB: Floor Research	NORD/LB: Covered Bond Research	NORD/LB: SSA/Public Issuers Research	Bloomberg: Weekly: DS NDB <GO>

Anhang

Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2025](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 Sparkassen](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

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

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2026](#)

[Beyond Bundesländer: Kanadische Provinzen](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2026](#)

[Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals \(MDBs\) 2026](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Skandinavische Agencies \(Nordics\) 2026](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2026](#)

[EZB-Preview: Darf es noch etwas mehr sein?](#)

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



Elias Degener

Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65214

elias.degener@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	+49 511 361-9460
Fixed Income Relationship Management Europe	+352 452211-515
Retail & Structured Products	+49 511 361-9420

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 // Wichtige Hinweise**1. Erstellung der Information und aufsichtsrechtlicher Rahmen der NORD/LB**

Dieser Report (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK - GIROZENTRALE - („NORD/LB“) erstellt worden. Die für die NORD/LB zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB“) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“). Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

2. Beschränkter Empfängerkreis; Vertraulichkeit und Weitergabeverbote

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland (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. 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.

3. Regulatorische Einordnung

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.

4. Zweck der Information; Quellenangaben; unverbindliche Einschätzungen und Haftungsausschlüsse

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. Die ferner hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind unverbindliche Werturteile des Bereichs Floor Research für die die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Aktualität oder Vollständigkeit übernehmen kann.

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.

5. Keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung; keine Eignungsfeststellung

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.

6. Hinweis auf wesentliche Risiken

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Für prospektpflichtige Emissionen sind ausschließlich die veröffentlichten Anleihebedingungen und Prospekte maßgeblich (abrufbar unter www.nordlb.de). Vor jeder Anlageentscheidung sollte eine unabhängige Beratung erfolgen. Investitionen bergen Risiken bis hin zum Totalverlust.

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.

Redaktionsschluss: 21. Oktober 2026 (08:48 Uhr)