

## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

# Inhalt

<b>Marktüberblick</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>3</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>5</b>
<b>Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt:     EU-Harmonisierung macht Einfluss bereits geltend</b>	<b>7</b>
<b>Beyond Bundesländer: Spanische Regionen im Spotlight</b>	<b>18</b>
<b>EZB-Tracker</b>	
<b>Asset Purchase Programme (APP)</b>	<b>36</b>
<b>Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)</b>	<b>41</b>
<b>Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP</b>	<b>44</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>45</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>51</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>54</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>55</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>56</b>

## Flooranalysten:

**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds

[frederik.kunze@nordlb.de](mailto:frederik.kunze@nordlb.de)

**Dr. Norman Rudschuck, CIAA**

SSA/Public Issuers

[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)

**NORD/LB:**

[Markets Strategy & Floor Research](#)

**NORD/LB:**

[Covered Bond Research](#)

**NORD/LB:**

[SSA/Public Issuer Research](#)

**Bloomberg:**

[RESP NRDR <GO>](#)

# Marktüberblick

## Covered Bonds

Autor: Dr. Frederik Kunze

### Covered Bond-Primärmarkt: Finito de la Musica?

In den vergangenen fünf Handelstagen präsentierte sich der Primärmarkt weitaus weniger dynamisch als noch in den vorherigen Wochen; insbesondere in den Monaten September und Oktober. Mit der EUR-Benchmark des norwegischen Emittenten SpareBank 1 Boligkredit wurde entsprechend lediglich ein Covered Bond am Markt platziert. Die nunmehr zehnte EUR-Benchmark aus Norwegen in 2021 verfügte über ein Volumen von EUR 1,0 Mrd. (Laufzeit: 7.0y). Mit der jüngsten Emission summiert sich das Primärmarktvolumen Norwegens auf EUR 8,25 Mrd. Der Covered Bond der SpareBank 1 Boligkredit startete mit einer anfänglichen Guidance von ms +7bp area. Im Rahmen des Bookbuildings wurde der Reoffer-Spread vier Basispunkte enger bei ms +3bp fixiert. Die Orderbücher summierten sich dabei auf EUR 1,8 Mrd. In Bezug auf die Investorenverteilung entfielen 36% des allokierten Volumens auf Investoren in Deutschland; gefolgt von Accounts in den Nordics (30%) sowie in den Benelux-Ländern (17%). Die ausgeprägte Emissionsaktivität in den Monaten September und Oktober hat uns durchaus überrascht. Gleichwohl drängt sich am aktuellen Rand erneut die Frage auf, ob es sich mit dem regen Primärmarktaufkommen der vergangenen beiden Monate nunmehr für 2021 weitgehend getan hat. Wir würden – auch auf Basis der beobachtbaren saisonalen Muster der vergangenen Jahre – durchaus noch mit neuerlichen Auftritten im laufenden Monat sowie – wenn auch weniger ausgeprägt – im Dezember rechnen. Wir würden aber nicht erneut von einer mit September und Oktober vergleichbaren Dynamik ausgehen, was wir auch mit Vorzieheffekten begründen würden. Zudem steht dieser Ausblick im Schatten der aktuellen Kapitalmarktentwicklungen und Unsicherheiten im Kontext der Inflationserwartungen. In Bezug auf Spreadbewegungen sehen wir bei anhaltend ausgeprägter negativer Net Supply sowie durch die Fortführung der EZB-Ankäufe wenig Potenzial für Aufwärtsbewegungen.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
SpareBank 1 Boligkredit	NO	27.10.	XS2404591161	7.0y	1.00bn	ms +3bp	- / Aaa / -	-

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

### Bankenpaket 2021: Gesetzesvorschlag der EU-Kommission zur Basel IV-Implementierung

Bereits am 27. Oktober 2021 hat die Europäische Kommission ihren [Vorschlag](#) zur Überführung der Basel III-Anforderungen veröffentlicht. Wesentliche Elemente des Entwurfs sind neben dem Outputfloor auch Anpassungen am KSA. Beim Standardansatz unterliegt demnach auch die Forderungsklasse der Immobilienfinanzierungen nennenswerten Anpassungen. Darüber hinaus schließt der Vorschlag Änderungen mit Blick auf den IRB-Ansatz das Marktrisiko oder auch das CVA-Risiko mit ein. Weniger relevant für Covered Bonds aber dafür von Bedeutung u.a. für Senior Unsecured Bonds ist die neue Behandlung im Rahmen „Subordinated Debt Exposures“ (gem. Artikel 128, CRR). Hervorzuheben ist zudem die angepasste Timeline. So wären die neuen Vorgaben dann zum größten Teil erst ab dem 01. Januar 2025 anzuwenden. Der vdp begrüßt die nunmehr geltende „Andersbehandlung von Immobilienfinanzierungen“, sieht aber noch erhebliche Defizite bei der Ausgestaltung der entsprechenden Regelung (vgl. [Pressemitteilung](#)). Der Widerspruch des vdp bezieht sich dabei insbesondere auch auf die nicht adäquate Behandlung von Gewerbeimmobilien.

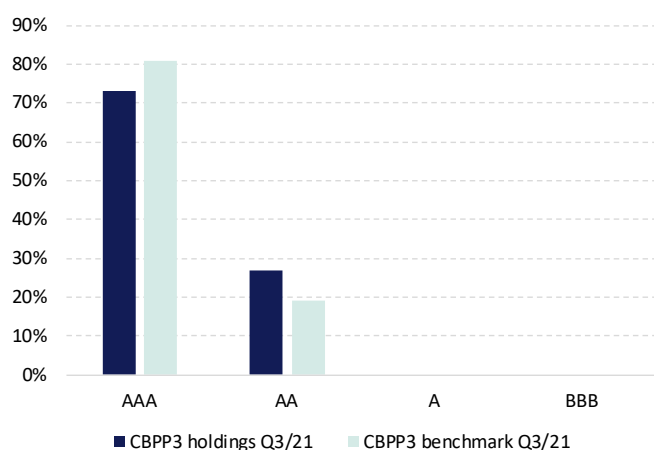
### Verband der Pfandbriefbanken legt Langfriststudie zum deutschen Immobilienmarkt vor

Am 28. Oktober 2021 hat der vdp eine Auswertung zur Preisentwicklung am Wohnimmobilienmarkt in Deutschland für den Zeitraum 2010 bis 2020 vorgelegt (vgl. [Pressemitteilung](#)). Nach einem Plus von 0,7% im Zeitraum 2006 bis 2010 stiegen der Studie folgend die Preise für Wohnimmobilien im Zeitraum 2011 bis 2015 um 4,3% und zogen mit einem Plus in Höhe 7,0% von 2016 bis 2020 noch einmal stärker an. Im ersten Halbjahr 2021 liegt der Zuwachs bei 9,6%. Im Kern sieht die vom vdpResearch vorgelegte Studie die Preisentwicklung als unmittelbare Konsequenz der Miet- und Zinsentwicklung im Betrachtungszeitraum an. Für den vdp Hauptgeschäftsführer Jens Tolckmitt ist somit der aufwärtsgerichtete Preistrend weiterhin nicht spekulativ getrieben, sondern eine Folge fundamentaler Nachfragefaktoren. In diesem Zusammenhang wären dann auch mögliche Preispfade in der Zukunft zu betrachten. Demnach sieht Tolckmitt auch bei sich verändernden Fundamentalfaktoren (z.B. steigende Zinsen für Immobilienkredite) keine Gefahr von Preiseinbrüchen am Markt für Wohnimmobilien; vielmehr würde es laut vdpResearch zu einem Auslaufen auf hohem Niveau kommen.

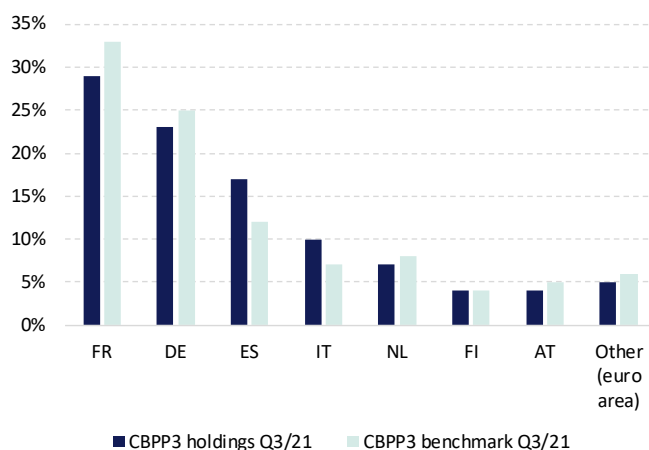
### CBPP3: EZB aktualisiert Angaben zur strukturellen Verteilung

Mit Blick auf die konkrete Verteilung des CBPP3-Volumens (am aktuellen Rand EUR 298 Mrd.) legt das Eurosystem nicht systematisch Details auf Ebene einzelner Wertpapiere offen. Die halbjährlich veröffentlichte CBPP3-Struktur stellt eine der wenigen Einblicke in das CBPP3-Portfolio zur Verfügung. Vor einigen Tagen wurden die Zahlen für Q3/2021 vorgelegt. Wenig überraschend gab es sowohl mit Blick auf die Ratings als auch in Bezug auf die Verteilung nach Jurisdiktionen kaum nennenswerte Veränderungen. Frankreich und hat nach wie vor den größten Anteil und bleibt hinter der vom Eurosystem selbst gesetzten Benchmark zurück. Für Deutschland wurde die Benchmark immerhin leicht angehoben, so dass hier – zumindest in der Theorie – ein gewisser Aufholbedarf mit Blick auf Ankäufe von geeigneten Pfandbriefen entsteht. Tatsächlich erreicht die Benchmark mit 25% den bisher höchsten Wert für Deutschland. Die Jurisdiktion mit dem drittgrößten Anteil bleibt Spanien. Hier übertrifft der Bestand im CBPP3-Portfolio weiterhin die Benchmark deutlich. Ausführliche Beschreibungen zum APP bzw. CBPP3 sowie zum PEPP finden sich wie gewohnt in unserem [EZB-Tracker](#).

#### CBPP3-Struktur nach Ratings



#### CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen



## Marktüberblick

### SSA/Public Issuers

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

#### **Nachschau: EZB-Ratssitzung am vergangenen Donnerstag**

Auf der Sitzung der Europäischen Zentralbank wurden vergangenen Donnerstag erwartungsgemäß keine Änderungen an den wichtigsten geldpolitischen Parametern getroffen. Sowohl die Leitzinsen als auch das Ankauftempo beim APP blieben erneut unverändert. Auch das avisierte Gesamtvolumen des Pandemie-Notfallprogramms PEPP in Höhe von EUR 1.850 Mrd. wurde nicht angetastet. Der Rat hatte erst im September eine Rekalibrierung des PEPP-Ankauftempo beschlossen. Im IV. Quartal werden die monatlichen Nettoankäufe daher verglichen mit den beiden Vorquartalen etwas geringer ausfallen, ohne dass hierdurch die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen gefährdet wird. Letzteres bleibt offenbar laut unserer Hausmeinung die entscheidende Determinante für mögliche weitere Anpassungen beim geldpolitischen Instrumentarium in der näheren Zukunft. Beim Thema Inflation hält die EZB an ihrer Interpretation fest, dass der aktuell ausgeprägte Anstieg der Inflationsrate weitgehend auf temporäre Sonderfaktoren zurückzuführen sei. Dies gehe laut unserem Chefvolkswirt vor allem auf Folgen des Wiederanspringens der wirtschaftlichen Aktivität nach dem coronabedingten Einbruch 2020 zurück. Hierdurch haben sich Energiepreise deutlich von den Tiefständen im letzten Jahr erholt, zudem resultieren aus der nicht synchronen Erholung von gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Angebot derzeit Knappheiten. Auch verwies Präsidentin Lagarde erneut auf die Verzerrungen durch den Basiseffekt wegen Veränderungen bei der deutschen Mehrwertsteuer. Alle Effekte dürften nach Ansicht der Mehrheit im Rat 2022 auslaufen. Allerdings falle der aktuelle Inflationsschub von den Energiepreisen deutlich stärker als ursprünglich erwartet aus. Im Oktober kletterte die Inflationsrate in Deutschland auf 4,6% Y/Y, im November werde hier dann eine Fünf vor dem Komma stehen. Die Inflationsprojektion wird die EZB im Dezember zumindest für das Jahr 2022 sehr deutlich anheben müssen, von 1,7% auf voraussichtlich über 2%. Die EZB muss vor allem mögliche Risiken für Zweitrundeneffekte im Blick behalten. Verhaltensänderungen der Wirtschaftssubjekte können nicht völlig ausgeschlossen werden. Die EZB muss sich ihre Flexibilität bewahren, um bei Bedarf gegensteuern zu können, um nicht die eigene Glaubwürdigkeit zu gefährden. Ein erster Schritt dürfte ein Auslaufen des PEPP sein. Der Fokus der Marktteilnehmer richtet sich daher bereits auf die Sitzung im Dezember. Die EZB signalisiert bereits seit längerer Zeit sehr klar, dass eine Diskussion und mögliche Beschlüsse zu Änderungen beim PEPP und ggf. flankierenden Maßnahmen für den Dezember vorgesehen sind. Wir rechnen mit einer Fading out-Phase, um Klippeneffekte zu vermeiden. Die Ausrichtung der EZB-Geldpolitik bleibt aber grundsätzlich expansiv. Die EZB kämpft beim Thema Inflation derzeit um die Deutungshoheit, und EZB-Präsidentin Lagarde trat sehr deutlich Zinserhöhungserwartungen an den Märkten entgegen. Diese stünden im Widerspruch zur Forward Guidance der Notenbank. Die Entwicklung in den nächsten Monaten werde zeigen, ob die Märkte ihre Erwartungen korrigieren müssen oder die EZB ihre Forward Guidance anpassen muss. In diese Richtung deutet auch der frisch veröffentlichte [„The ECB Survey of Professional Forecasters“](#), der eine weiter anziehende Inflation sowie schneller sinkende Arbeitslosenquoten prognostiziert bei gleichbleibenden BIP-Prognosen.

### NGEU: Unverhofft kommt oft – beziehungsweise in diesem Fall gar nicht mehr in 2021

Die EU hat durchaus unerwartet ihr Fundingziel für das NGEU-Programm für 2021 von EUR 80 Mrd. auf EUR 71 Mrd. heruntergenommen. Damit wird es dieses Jahr keine Kapitalmarktaktivitäten für NGEU mehr geben. Diese Entscheidung wurde laut Pressemitteilung vor dem Hintergrund einer aktualisierten Bewertung des Bedarfs im Rahmen des NGEU-Instruments getroffen. Auf dieser Grundlage beabsichtigt die Kommission nicht, bis zum Jahresende weitere EU-Anleiheemissionen durchzuführen. Die Auktionen von EU-Bills werden wie angekündigt fortgesetzt. Zudem werde die Kommission ihr Refinanzierungsziel für H1/2022 in ihrem nächsten Plan mitteilen, den sie im Dezember veröffentlichen wird.

### NRW: Krypto-Versteigerungen

Viele von uns erinnern sich noch an die Auktionen der UMTS-Lizenzen im Jahre 2000. Die Bundesnetzagentur versteigerte dabei Lizenzen von Frequenzblöcken für eine Nutzung durch das Universal Mobile Telecommunications System (UMTS) an zugelassene Mobilfunkanbieter. Die Einnahmen (umgerechnet aus D-Mark damals circa EUR 50,8 Mrd.) flossen in den Staatshaushalt. Die Mobilfunkbetreiber konnten die erworbenen Lizenzen in den Folgejahren abschreiben und somit Gewinn und Steuerlast verringern. Dies spülte damals viel Geld in die Kassen des Fiskus. 2010 wurden nur noch EUR 438 Mrd. erzielt. Warum wir das aufwärmen? Die Justiz-Auktion des Landes NRW hat 215 Bitcoins versteigert, die sie aus Straftaten beschlagnahmt hat. Es wurden Preise über dem Marktwert gezahlt und kamen der Landeskasse zugute. Die NRW-Justiz besitzt noch andere Kryptowährungen wie Litecoin, Ethereum oder Ripple. Nordrhein-Westfalen betreibt das bundesweit einzige, zentrale Online-Auktionsportal der deutschen Justiz. Hier gesellen sich aus rechtlichen Gründen Bitcoins neben gestohlene Fahrräder. Damit kein Hacker die Datenpakete abgreife, seien die digitalen Schlüssel analog gesichert – in versiegelten Umschlägen auf Papier. Wirkt bizarr, hilft aber der Landeskasse. Die Datenpakete selbst gelten dank Blockchain-Technologie als nicht kopier- und fälschbar.

### HSH Finanzfonds: Auflösen des Rettungsfonds erhöht Länderschulden um EUR 3 Mrd.

Nachtrag aus unserer Publikationspause: Hamburg und Schleswig-Holstein lösen ihren Rettungsfonds für die HSH Nordbank im kommenden Jahr auf. „Die noch bestehenden Restschulden werden jetzt auf die Länderhaushalte direkt übertragen“, sagte Bürgermeister Peter Tschentscher (SPD) nach einer gemeinsamen Sitzung der Landesregierungen von Hamburg und Schleswig-Holstein. Nach Angaben von Ministerpräsident Daniel Günther (CDU) kommen auf jedes Land EUR 1,5 Mrd. zu. Die Schulden stecken noch im HSH Finanzfonds AöR. Die soll bis August aufgelöst werden. EUR 7 Mrd. wurden bereits getilgt.

### Primärmarkt

So vielfältig die Themen im SSA-Segment sind, so spärlich sind derzeit die Neuemissionen. Wir konnten nur zwei Benchmarkdeals identifizieren, welche jeweils gegenüber der Guidance im Preisfindungsprozess einen Basispunkt reinziehen konnte. Dabei war der Deal der Rentenbank (9y) leicht überzeichnet, das Buch bei Sachsen-Anhalt (5y) kam sogar auf EUR 2,8 Mrd. Frische Mandatierungen gab es keine, sodass selbst ein Private Placement der EU in Höhe von EUR 90 Mio. hier kurz Erwähnung findet. Programm: Macro-financial Assistance (MFA). Ohne frische NGEU-Benchmarks bis Jahresende sind das fast schon Refinanzierungssperlen in unseren Augen der EU.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
SACHAN	DE	01.11.	DE000A3MP7P2	5.0y	1.00bn	ms -9bp	AAA / Aa1 / AA	-
RENTEN	DE	01.11.	XS2405489092	9.0y	0.50bn	ms -12bp	AAA / Aaa / AAA	-

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

## Covered Bonds

# Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: EU-Harmonisierung macht Einfluss bereits geltend

Autor: Dr. Frederik Kunze

### **Rückzahlungsstrukturen für Covered Bonds**

Die unterschiedlichen Gestaltungsmöglichkeiten mit Blick auf die Rückzahlungsstruktur eines Covered Bonds beschäftigen seit geraumer Zeit den Markt. Während in einer grundsätzlichen Betrachtung Investoren den spätmöglichen Rückzahlungstermin ihres Investments im Auge haben, stellen Emittenten oftmals auf eine positive Berücksichtigung verlängerbarer Laufzeitstrukturen durch Ratingagenturen im Rahmen der Ratingbeurteilung ab. Während in der Vergangenheit üblicherweise auf Hard Bullet-Strukturen zurückgegriffen wurde, ist mittlerweile die Soft Bullet-Struktur die am häufigsten gewählte Form für EUR-Benchmarks. Darüber hinaus treten vereinzelt auch Bonds mit der im Jahr 2013 durch die niederländische NIBC eingeführte Conditional Pass-Through-Struktur (CPT) am Markt auf. Die Möglichkeit für Verschiebungen des Fälligkeitstermins in Verbindung mit konkreten Auslösern war bisher meist in den Programmdokumentationen der betroffenen Bonds bzw. Emissionsprogramme verankert. Im Zuge der EU-Harmonisierung wurden in der Covered Bond-Richtlinie aber konkrete Anforderungen an die Gesetzgeber formuliert, sofern diese Fälligkeitsverschiebungen zulassen wollen. Die Pfandbriefnovelle hat in der Folge mit ihrem Inkrafttreten in diesem Jahr somit auch das Ende der „Hard Bullet“-Pfandbriefe besiegelt. Dies führt allein aufgrund der Größe des Pfandbriefmarktes zu einer nachhaltigen Verschiebung mit Blick auf die Betrachtung der Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt; sowohl in Bezug auf das weltweite Volumen auch im Hinblick auf den iBoxx EUR Covered als Benchmarkindex. Auch andere Jurisdiktionen – so zum Beispiel Frankreich, Dänemark und Lettland – haben die EU-Richtlinie formal umgesetzt. Der aktuelle sowie perspektivische Einfluss wird aber hier weniger stark ins Gewicht fallen. Im Rahmen dieser Ausgabe unserer Wochenpublikation möchten wir – wie halbjährlich üblich – einen Blick auf die aktuell gültigen Rückzahlungsstrukturen werfen.

### **Hard Bullet-Strukturen: Keine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung**

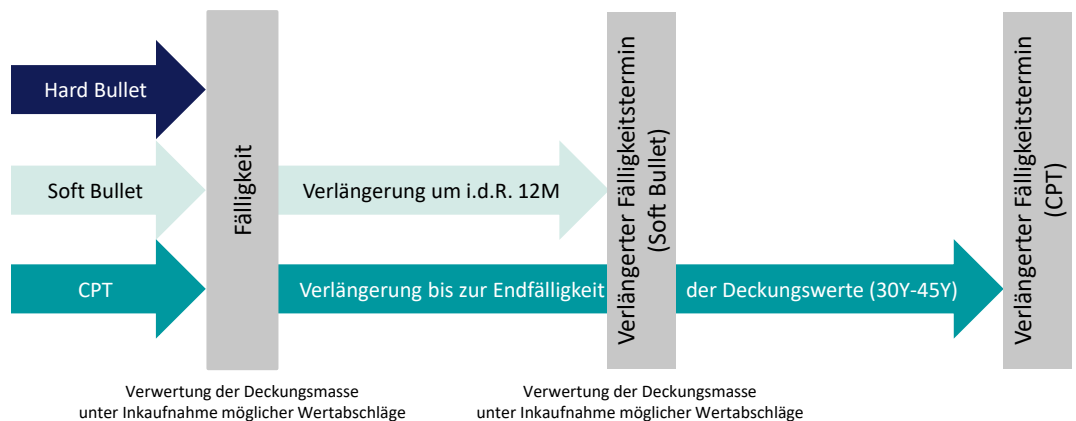
Hard Bullet-Strukturen galten bis vor wenigen Jahren als Marktusance, wenn es um die Ausgestaltung der Rückzahlungsmodalität eines Covered Bonds ging. Sofern ein Covered Bond-Emittent nicht in der Lage ist, seinen ausstehenden Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, erhalten Investoren – unabhängig von der gewählten Rückzahlungsstruktur – aufgrund des Dual Recourse-Mechanismus über den Trustee bzw. Sachwalter Zugriff auf den Deckungsstock des Covered Bond-Programms. Sofern die Tilgung einer Emission ansteht und die vorhandenen Zahlungsmittel nicht ausreichen, um diese zu bedienen und auf andere Weise keine Liquiditätsgenerierung möglich ist, kommt es unter 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 aufgrund eventueller Marktverwerfungen gegebenenfalls Abschläge auf die Marktwerte der Deckungswerte 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 sich am Markt bisher keine einheitlichen Trigger-Events zur Auslösung der Verlängerungsoption etabliert haben, sind derzeit verschiedene Varianten möglich, die dazu führen, dass sich der ursprünglich vereinbarte Rückzahlungstermin unter einer Soft Bullet-Struktur verschiebt. 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.

### Vergleich der unterschiedlichen Laufzeitstrukturen



Quelle: NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### 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 Bullet-Strukturen, derzeit 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 – im „worst case“ jedoch erst mit der Fälligkeit jener Deckungswerte, mit der längsten Laufzeit – erwarten können. Ratingagenturen sehen in Soft Bullet- und noch stärker in CPT-Strukturen aufgrund des geringeren Refinanzierungsrisikos einen positiven Einfluss im Zuge der Bonitätsbeurteilung.



**Sonderfall Polen: Soft Bullet mit Umstellungsoption auf CPT**

Die polnische Gesetzgebung kann mit Blick auf die Laufzeitstruktur von Covered Bonds 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 vorhanden ist, um diese Ansprüche fristgerecht zu bedienen. Werden die beiden Tests während der Verlängerungsperiode 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 Jahre verschoben. Eine solche Verlängerung kann mit 2/3-Mehrheit der Investoren jedoch verhindert werden. Somit handelt es sich bei polnischen Covered Bonds zunächst um Soft Bullet-Bonds, deren Endfälligkeit aufgrund der möglichen Umwandlung in eine CPT-Struktur im Vorfeld nicht eindeutig bestimmt werden kann, wodurch ihre Rückzahlungsstruktur nicht eindeutig einer der drei Rückzahlungsformen zugeordnet werden kann. Dies führt dazu, dass wir in der nachfolgenden Betrachtung die im iBoxx EUR Covered enthaltenen EUR-Benchmarks der PKO Bank Hipoteczny nicht berücksichtigen.

**Sonderfall Slowakei: Soft Bullet mit möglicher zweiter Laufzeitverlängerung**

Auch die Slowakei weicht in gewisser Form von den gängigen Marktstandards bezüglich laufzeitverlängernder Strukturen ab, welche durch eine Gesetzesänderung zum 01. Januar 2018 in Kraft trat. So sieht der neue gesetzliche Rahmen im Falle der Insolvenz eines Instituts zunächst eine Verschiebung der Laufzeit um zwölf Monate vor. Sollte eine Bedienung der Investorenansprüche nach Ablauf der Verlängerungsfrist nicht absehbar sein, so 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 12-Monatsfrist fallen. Somit handelt es sich bei slowakischen EUR-Benchmark Covered Bonds im iBoxx EUR Covered um Soft Bullet-Emissionen, deren Struktur sich jedoch von den sonstigen Soft Bullet-Emissionen im Index aufgrund der möglichen zweimaligen Fälligkeitsverschiebung unterscheiden. Anders als bei polnischen Emissionen können slowakische Emissionen unseres Erachtens eindeutig dem Segment der Soft Bullet-Bonds zugeschrieben werden.

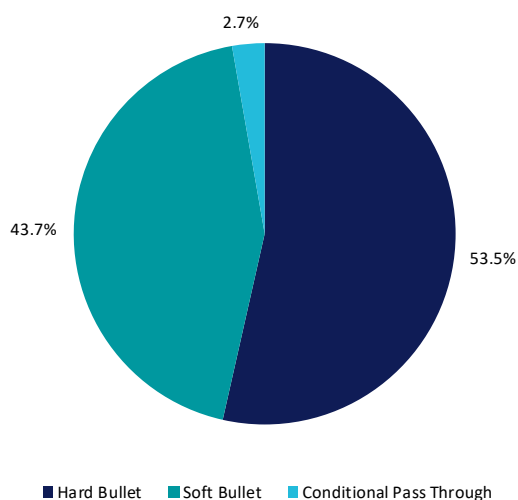
**Soft Bullet- und CPT-Bonds unter dem CBPP3 und bei Repo-Geschäften**

Covered Bonds mit einer Conditional Pass-Through-Struktur unterliegen aufgrund ihrer unter Umständen sehr langen Laufzeit besonderen Anforderungen. So kauft die EZB unter dem CBPP3 derzeit keine Covered Bonds mit einer solchen (CPT-)Struktur an, begründet diese Entscheidung nach unserem Verständnis auch mit der verhältnismäßigen überschaubaren Größe des CPT-Marktes. Auch im Rahmen von Repo-Geschäften mit der EZB weisen CPT-Bonds eine Besonderheit auf. Anpassungen der Bewertungsabschläge sind für own-use Soft Bullet- oder CPT-Covered Bonds relevant. So wird im Zuge der Anrechnung nicht die ursprünglich vorgesehene, sondern die verlängerte Laufzeit zur Ermittlung des Abschlags herangezogen. So würde hier bei einer Soft Bullet-Struktur in der Regel die Laufzeit um ein Jahr zu verlängern sein, während sämtliche CPT-Strukturen aufgrund der theoretisch sehr langen Verlängerungsperiode im Rahmen der Haircutermittlung in den Laufzeitenbereich von „>10 Jahren“ fallen.

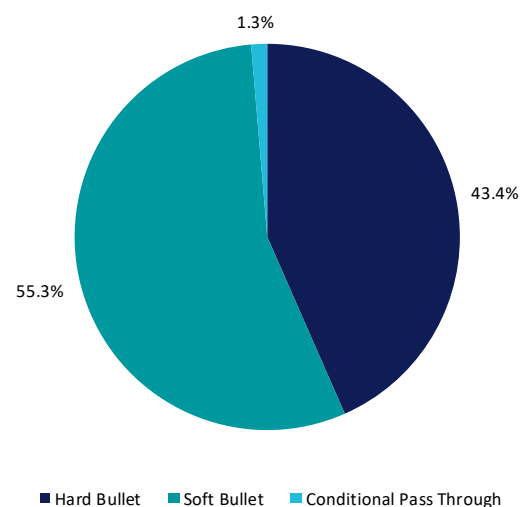
### Laufzeitverlängerung auch Thema bei Harmonisierungsbestrebungen

Wie eingangs erwähnt wurden auch im Rahmen der Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Marktes verlängerbare Laufzeitstrukturen thematisiert. Ziel ist es, Möglichkeiten zu schaffen Risiken, welche sich aus Fristeninkongruenzen und potentiellen Liquiditätsengpässen ergeben, entgegenzuwirken. Dabei sieht der Vorschlag in Form des Artikels 17 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 muss dabei im nationalen Gesetz vorgesehen sein und darf nicht im Ermessensspielraum des Emittenten liegen. Den Bondinvestoren gegenüber müssen hierzu 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. 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. Die Investition in einen solchen Covered Bond erfordert aber die vorherige, intensive Auseinandersetzung mit den entsprechenden Anleihebedingungen, da es derzeit weder für das Trigger-Event noch für die Zinszahlungen in der Verlängerungsperiode einheitliche Marktstandards gibt. 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 sind, dieses Risiko durch die Vorhaltung eines Liquiditätspuffers zu reduzieren. Im Zuge der Harmonisierungsbemühungen sieht der Artikel 16 zudem vor, dass ein Liquiditätspuffer zur Deckung der Netto-Liquiditätsabflüsse für 180 Kalendertage für alle der Regulierung unterliegenden Jurisdiktionen verpflichtend eingeführt werden muss.

Covered Bond-Volumen (global) – Verteilung



Covered Bond-Emissionen (global) – Verteilung



**ECBC – Rückzahlungsstrukturen: Soft Bullets mit größtem Anteil bei Emissionen in 2020**

Auf Basis der ECBC-Jahresstatistik mit dem Stichtag 31. Dezember 2020 lässt sich der Markt für sämtliche ausstehende und neu begebene Covered Bonds mit Blick auf die Fälligkeitsstruktur unterteilen. Auf Hard Bullet-Strukturen entfällt in dieser Datenbasis mit 53,5% (2019: 54,6%) weiterhin der größte Anteil des Volumens an ausstehenden Anleihen. Im Hinblick auf neu begebene Covered Bonds in 2020 entfallen 55,3% auf Soft Bullet-Emissionen und 43,4% (2019: 40,6%) auf Hard Bullets. Der Kategorie der CPT-Bonds sind mit 2,7% (ausstehendes Volumen) bzw. 1,3% (Neuemissionen 2020) nur vergleichsweise geringfügige Anteile zuzurechnen.

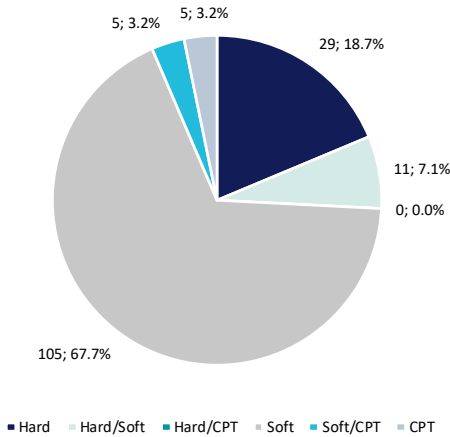
**iBoxx EUR Covered: Einfluss der EU-Harmonisierung auf Rückzahlungsstrukturen**

Während sich bei den Verschiebungen mit Blick auf die Gewichtungen der Laufzeitstrukturen im iBoxx EUR Covered eher generisch vollzogen haben – als Beispiel ist der Schwenk einiger Emittenten in den Niederlanden von CPT auf Soft Bullet zu nennen – ist mit der Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Marktes ein signifikanter Treiber hinzugekommen. Am Beispiel des deutschen Pfandbriefmarkts ist dies eindeutig erkennbar. Aber auch in anderen Jurisdiktionen ist perspektivisch mit Anpassungen der Gesetzgebungen zu rechnen. Der konkrete unmittelbare Einfluss auf die Gewichte im iBoxx EUR Covered ist jedoch per heute schwer abschätzbar, da bisher erst wenige Jurisdiktionen den Anforderungen der EU-Richtlinie nachgekommen sind und bis zum 08. Juli 2021 die neuen Vorgaben verabschiedet haben. Darüber hinaus würden wir keineswegs davon ausgehen, dass alle nationalen Gesetzgeber in Analogie zu den Anpassungen am Pfandbriefgesetz eine „Big Bank“-Lösung in der Form präferieren werden und hart auf verlängerbare Strukturen schwenken. Dies gilt derzeit insbesondere für diejenigen Länder, die über aktive Emittenten verfügen die sowohl Hard Bullets als auch verlängerbare Strukturen aufweisen. Nachfolgend beziehen wir uns auf die iBoxx-Zusammensetzung Oktober 2021.

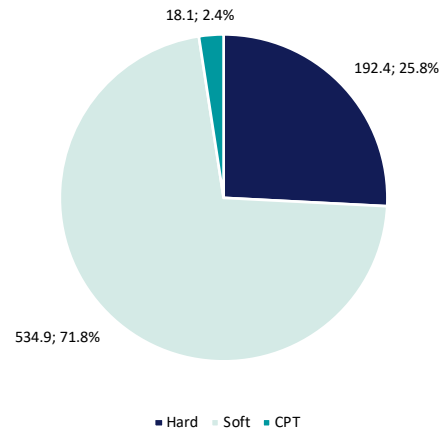
**Reine Soft Bullet-Emittenten dominieren den iBoxx**

Mit 105 von 158 Emittenten (67,7%) 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. Insbesondere durch das neue Soft Bullet-Schwergewicht Deutschland entfallen noch 18,7% (29 Emittenten) auf Institute mit ausschließlich Hard Bullet-Bonds sowie 3,2% (fünf Emittenten) auf reine CPT-Institute. Damit können 89,7% der über ausstehende EUR-Benchmarks verfügende Institute ein eindeutiges Laufzeitmodell zugeordnet werden. Die verbleibenden 10,3% entfallen hingegen auf Emittenten, die über ausstehende Benchmarks mit zwei unterschiedlichen Laufzeitstrukturen verfügen. Dabei ist die Kombination von Hard und Soft Bullet-Bonds mit 7,1% (elf Emittenten) der häufigste Fall. Über EUR-Benchmarks mit Soft Bullet- und CPT-Struktur verfügen neben der italienischen UniCredit sowie der NN Bank aus den Niederlanden nunmehr auch die Emittenten Achmea Bank, Aegon Bank (beide NL) sowie die Deutsche Bank (DE). Die Deutsche Bank verfügt damit neben den auf Basis des Pfandbriefgesetzes platzierten Pfandbriefen (früher „Hard Bullet“ nunmehr per Gesetz mit Laufzeitverlängerungsmöglichkeit) zudem über eine auf vertraglicher Basis beruhende CPT-Benchmark. Dies ist ein Alleinstellungsmerkmal am Markt für EUR-Benchmarks. Die EUR-Benchmarks der polnischen PKO Bank Hipoteczny bleiben auf Grund ihres hybriden Laufzeitstrukturmodells (Soft Bullets mit Umstellungsoption auf CPT) an dieser Stelle unberücksichtigt, um Verwechslungen mit jenen Emittenten zu vermeiden, die sowohl über ausstehende Soft Bullet- als auch CPT-Bonds verfügen.

### Rückzahlungsstrukturen nach Emittenten



### EUR-Benchmarkvolumen nach Struktur

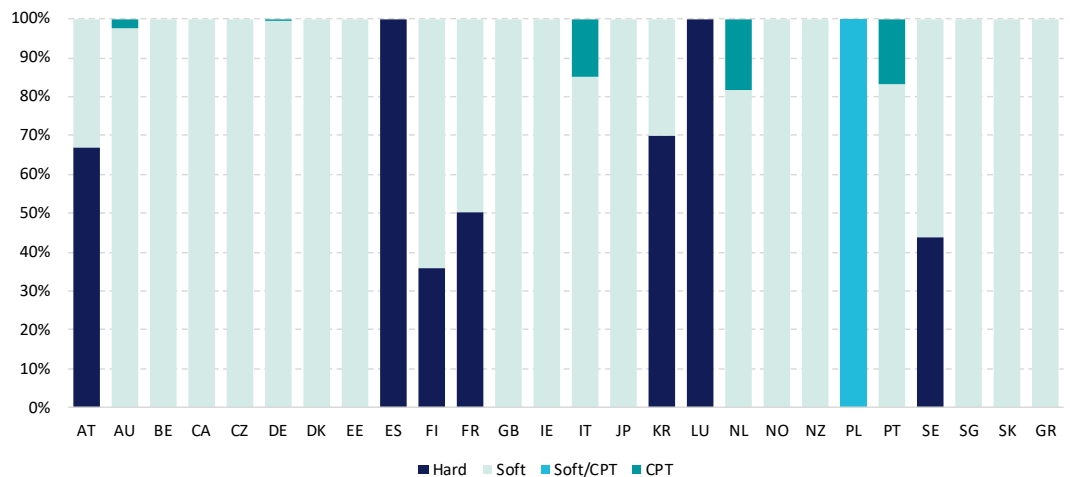


Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### EUR-Benchmarks mit Soft Bullet mit dem größten ausstehenden Volumen

Mit 71,8% (EUR 534,9 Mrd.) entfällt nunmehr der mit Abstand größte Anteil des im iBoxx enthaltenen Volumens an Bonds mit einer eindeutigen Laufzeitstruktur (i. e. exklusive Polen, siehe oben bzw. nachfolgende Tabelle sowie spanische Multi-Cedulas) auf Covered Bonds mit einer Soft Bullet-Struktur. Diese sieht in den meisten Fällen bei Eintritt eines Trigger-Events eine Verlängerung der Laufzeit um zwölf Monate vor. EUR-Benchmarks mit einer CPT-Struktur stellen unverändert eine Nische innerhalb des Benchmarksegments dar, da lediglich 2,4% des iBoxx-Volumens auf Bonds mit dieser Struktur entfallen. Traditionelle Hard Bullet-Covered Bonds, die keine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung beinhalten, vereinen die verbleibenden 25,8% auf sich. Aus Frankreich stammen dabei Hard Bullet-Emissionen im Volumen von EUR 96,3 Mrd., während auf Spanien (EUR 52,1 Mrd.), Österreich (EUR 19,8 Mrd.) sowie Schweden (EUR 10,8 Mrd.) die nächstgrößten Volumina entfallen. Erwähnenswert ist in diesem Kontext nach unserer Auffassung, dass Frankreich aber auch Österreich und Schweden bereits über nennenswerte Volumina an Soft Bullets verfügen.

### Rückzahlungsstrukturen nach Jurisdiktionen



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Zahlreiche Jurisdiktionen mit unterschiedlichen Rückzahlungsstrukturen

Mit Blick auf die Verbreitung der drei Rückzahlungsstrukturen auf Jurisdiktionsebene zeigt sich außerdem, dass mittlerweile nur noch aus Spanien und Luxemburg EUR-Benchmarks mit ausschließlich Hard Bullet-Strukturen im iBoxx vertreten sind. Auf der anderen Seite existieren mit Belgien, Kanada, der Schweiz, Tschechien, Estland, Großbritannien, Irland, Japan, Norwegen, Neuseeland, Singapur und der Slowakei zwölf Jurisdiktionen aus denen wiederum ausschließlich EUR-denominierte Soft Bullet-Benchmarks im iBoxx enthalten sind. Polnische EUR-Benchmarks weisen ebenfalls eine einheitliche (hybride) Laufzeitstruktur auf. Aus Australien, Deutschland, Italien, den Niederlanden und Portugal wurden zudem CPT-Bonds begeben. Mehr als ein Rückzahlungsmodell gibt es in zehn der 26 im iBoxx vertretenen EUR-Benchmark-Jurisdiktionen. Für diese Jurisdiktionen geben wir im Nachfolgenden eine tabellarische Übersicht über die einzelnen Emittenten und ihre verwendeten Laufzeitmodelle. Dabei ist zu berücksichtigen, dass unter Umständen in den jeweiligen Jurisdiktionen – und auch von den aufgelisteten Emittenten – auch Rückzahlungsstrukturen verwendet werden, welche sich von jenen der EUR-Benchmarks unterscheiden können bzw. aufgrund ihrer Restlaufzeit nicht mehr im iBoxx gelistet sind. Aus Gründen der Übersichtlichkeit stellen wir in unserem Artikel jedoch ausschließlich auf EUR-Benchmarks im iBoxx EUR Covered (exkl. spanischer Multi-Cedulas) ab. Einzige Ausnahme bildet hier Dänemark, da in der iBoxx-Zusammensetzung derzeit keine Bonds von Danmarks Skibskredit enthalten sind, wie wir weiter unten ausführen werden.

### Rückzahlungsstrukturen in Österreich

In Österreich dominieren zwar weiterhin EUR-Benchmarks mit einer Hard Bullet-Struktur (EUR 19,75 Mrd.), in der jüngeren Vergangenheit ist jedoch ein gewisser Trend zu Soft Bullet-Anleihen zu erkennen. So verfügen weiterhin sechs der insgesamt 13 österreichischen Emittenten über ausstehende EUR-Benchmarks mit einer Laufzeitverlängerungsoption (EUR 9,75 Mrd.). Aufgrund von Fälligkeiten verfügen die Raiffeisen Bank International, die HYPO NOE sowie die Hypo Vorarlberg ausschließlich über Soft Bullet-Emissionen.

#### Rückzahlungsstrukturen Österreich

#### Rückzahlungsstrukturen Italien

	Hard	Soft		Soft	CPT
BAWAG PSK	X		Banca Monte dei Paschi di Siena		X
Erste Group Bank	X	X	Banca Popolare di Sondrio	X	
HYPO NOE		X	Banco BPM	X	
Hypo Tirol Bank		X	Banco di Desio e della Brianza	X	
Hypo Vorarlberg Bank	X		BPER	X	
Raiffeisen Bank International		X	Credit Agricole Italia	X	
Raiffeisenlandesbank Niederoesterreich-Wien	X	X	Credito Emiliano	X	
Raiffeisenlandesbank Oberoesterreich	X	X	Intesa Sanpaolo	X	
Raiffeisen-Landesbank Steiermark	X		Mediobanca Banca di Credito Finanziario	X	
Raiffeisenlandesbank Vorarlberg	X		Iccrea Banca	X	
UniCredit Bank Austria	X		UniCredit	X	X
Volksbank Wien	X				

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Rückzahlungsstrukturen in Italien

Italien gehört zu den Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds mit CPT-Strukturen ausstehend sind (EUR 6,5 Mrd.), auch wenn Bonds mit einer solchen Struktur am italienischen Markt für öffentlich-platzierte EUR-Benchmarks im Vergleich zu Soft Bullet-Bonds (EUR 37,43 Mrd.) eine eher untergeordnete Rolle spielen. Während es sich bei den EUR-Benchmarks der Banca Monte dei Paschi ausschließlich um CPT-Bonds handelt, verfügt die UniCredit neben Emissionen im CPT-Format auch über ausstehende Soft Bullet-Bonds.

### Rückzahlungsstrukturen in Dänemark

Mit Blick auf den dänischen Markt möchten wir die Emissionen der Danish Ship Finance (Danmarks Skibskredit) hervorheben, da sie sich nicht nur aufgrund ihrer Deckungswerte (Schiffshypotheken), sondern auch bei der Rückzahlungsstruktur hervorheben. Die Bonds sind als Hard Bullets emittiert. Aufgrund von Rückkäufen befindet sich derzeit keine Benchmark der Emittentin im iBoxx, da aber der Emittent mit seiner jüngst platzierten Benchmark perspektivisch wieder im iBoxx enthalten sein wird, erscheint uns dieser Sachverhalt erwähnenswert. Die Danske Bank und Jyske Realkredit haben ihre EUR-Benchmarks hingegen jeweils mit Soft Bullet-Strukturen (Verlängerung um bis zu zwölf Monate) am Markt platziert. Für Soft Bullet-Strukturen existieren in Dänemark nunmehr gesetzliche Auslöser für Laufzeitverschiebungen, wobei diese Anpassungen nach unserem Verständnis (in Abweichung zu den Änderungen bei Pfandbriefen) erst zum 08. Juli 2022 greifen und für diejenigen Bonds gelten, welche von diesem Datum an platziert werden.

#### Rückzahlungsstrukturen Dänemark

	Hard	Soft
Danmarks Skibskredit	(X) <sup>1</sup>	
Danske Bank		X
Jyske Realkredit		X

#### Rückzahlungsstrukturen Finnland

	Hard	Soft
Aktia Bank		X
Danske Mortgage Bank		X
Nordea Kiinnitysluottopankki	X	
OP Mortgage Bank		X
SP-Kiinnitysluottopankki		X

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; <sup>1</sup> derzeit nicht im iBoxx EUR Covered enthalten

### Rückzahlungsstrukturen in Finnland

Bei den derzeit am Markt ausstehenden EUR-Benchmarks finnischer Emittenten handelt es sich nur bei den Emissionen der Nordea Mortgage Bank (acht Emissionen) um Bonds, welche mit einer Hard Bullet-Struktur ausgestattet sind. Die verbleibenden vier Emittenten verfügen hingegen über insgesamt 17 ausstehende EUR-Benchmarks mit Soft Bullet-Struktur mit jeweils einer Möglichkeit zur Verlängerung der Laufzeit um zwölf Monate.

### Rückzahlungsstrukturen in Frankreich

In Frankreich existieren weiterhin neun Emittenten, die ihre Bonds mit einer einheitlichen Laufzeitstruktur ausgestaltet haben, also ausschließlich Hard oder Soft Bullet-Bonds begeben. Dabei entfällt mit fünf Instituten die Mehrzahl auf solche Emittenten, die über eine Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung verfügen. Lediglich CRH, CAFFIL, CFF sowie Societe Generale SCF verfügen über ausschließlich ausstehende Hard Bullet-Bonds. Weitere acht Emittenten platzierten in der Vergangenheit EUR-Benchmarks zudem sowohl mit Hard als auch mit Soft Bullet-Strukturen.

**Rückzahlungsstrukturen Frankreich**

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

**Rückzahlungsstrukturen Deutschland**

	Soft	CPT
Aareal Bank	X	
Bausparkasse Schwaebisch Hall	X	
Bayerische Landesbank	X	
Berlin Hyp	X	
Commerzbank	X	
Deutsche Apotheker-und Aerztebank	X	
Deutsche Bank	X	X
Deutsche Hypothekenbank	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	
Norddeutsche Landesbank-Girozentrale	X	
Santander Consumer Bank	X	
Sparkasse KoelnBonn	X	
UniCredit Bank	X	
Wuestenrot Bausparkasse	X	

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research

**Rückzahlungsstrukturen in Deutschland**

Die Anpassung der rechtlichen Grundlage zur Emission von Pfandbriefen in Deutschland hat Laufzeitverlängerungen für sämtliche ausstehende und neu zu begebenen Pfandbriefe implementiert, die wir als Soft Bullets verstehen. Zudem verfügt die Deutsche Bank seit November 2019 über einen Bond mit CPT-Struktur. Hierzu griff die Deutsche Bank auf einen vertraglichen Covered Bond zurück, welcher somit keine Emission im Sinne des deutschen Pfandbriefgesetzes und damit keinen Pfandbrief darstellt.

**Rückzahlungsstrukturen in Schweden**

In Schweden greifen drei der fünf Emittenten auf Covered Bonds ohne Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung zurück. Mit SCBC und Stadshypotek sind aktuell hingegen zwei Institute ausschließlich mit Soft Bullet-Bonds im iBoxx EUR Covered vertreten. Mit Blick auf das Volumen zeigt sich, dass Hard Bullet-Bonds (EUR 10,75 Mrd.) hier mittlerweile hinter den schwedischen Soft Bullet-Bonds im Volumen von EUR 13,83 Mrd. im iBoxx zurückfallen.

**Rückzahlungsstrukturen Schweden**

	Hard	Soft
Lansforsakringar Hypotek	X	
Skandinaviska Enskilda Banken	X	
Stadshypotek		X
Sveriges Sakerstallda Obligationer		X
Swedbank Hypotek	X	

**Rückzahlungsstrukturen Portugal**

	Soft	CPT
Banco BPI	X	
Banco Santander Totta	X	
Caixa Economica Montepio		X

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research



### Rückzahlungsstrukturen in Portugal

Neben Australien, Deutschland, Italien und den Niederlanden ist Portugal der fünfte nationale Markt, in dem EUR-Benchmarks über Conditional Pass Through-Strukturen verfügen. Zwei der mittlerweile noch drei im iBoxx vertretenden portugiesischen EUR-Benchmarkemittenten griffen jedoch ausschließlich auf Soft Bullet-Strukturen zurück. Einzig der Bond von Montepio ist mit einer Laufzeitverlängerungsoption in CPT-Form ausgestattet, welche im konkreten Fall eine Laufzeitverlängerung von bis zu 45 Jahren vorsieht.

### Rückzahlungsstrukturen in den Niederlanden

Nach der Einführung der CPT-Rückzahlungsstruktur durch die NIBC Bank im Jahr 2013 folgten ihr mit der Achmea Bank, Van Lanschot, der Aegon Bank sowie der NN Bank vier weitere Emittenten mit Bonds im CPT-Format. Damit verfügen die Niederlande nicht nur über die meisten CPT-EUR-Benchmarkemittenten, sondern auch über die mit Abstand meisten ausstehenden CPT-Benchmarks (20 Deals) weltweit. Dabei ist das Volumen an Soft Bullet Bonds mit EUR 44,42 Mrd. mehr als viermal so hoch wie jenes der CPT-Bonds (EUR 10,05 Mrd.). Bei der Anzahl der Emissionen ist der Abstand hingegen geringer: 37 Soft Bullet-Deals stehen den 20 Emissionen im CPT-Format gegenüber. Mit dem NN Bank-Debüt im Soft Bullet-Format im Juni 2020 und den nachfolgenden Soft Bullet-Antritten der Achmea Bank sowie der Aegon Bank verfügen nunmehr drei Institute in den Niederlanden über ausstehende EUR-Benchmarks mit zwei unterschiedlichen Laufzeitstrukturen.

#### Rückzahlungsstrukturen Niederlande

#### Rückzahlungsstrukturen Australien

	Soft	CPT		Hard	Soft	CPT
ABN AMRO Bank	X		Australia & New Zealand Banking Group	X <sup>1</sup>	X	
Achmea Bank	X	X	Bank of Queensland			X
Aegon Bank	X	X	Commonwealth Bank of Australia		X	
Coöperatieve Rabobank	X		National Australia Bank		X	
de Volksbank	X		Westpac Banking Corp		X	
ING Bank	X					
Nationale-Niederlanden Bank	X	X				
NIBC Bank		X				
Van Lanschot Kempen		X				

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research;

<sup>1</sup> Letzter Hard Bullet-Bond nicht mehr im iBoxx EUR Covered

### Rückzahlungsstrukturen Australien

Bevor der Hard Bullet-Covered Bond der ANZ Banking Group aufgrund seiner Restlaufzeit aus dem iBoxx gefallen ist, verfügte Australien zeitweise als einzige Jurisdiktion über alle drei Laufzeitstrukturen im Index. Derzeit verfügt mit der Bank of Queensland eine Emittentin über Bonds im CPT-Format (ausstehendes Volumen EUR 500 Mio.). Den mit Abstand größten Anteil am Volumen stellen die Soft Bullet-Emissionen mit EUR 21,85 Mrd.

### Rückzahlungsstrukturen in Südkorea

Seit dem EUR-Benchmarkdebüt der Kookmin Bank gehört Südkorea zu jenen Jurisdiktionen, in denen Covered Bonds über verschiedene Laufzeitstrukturen verfügen. Während die vier EUR-Benchmarks von KHFC keine Möglichkeit der Laufzeitverlängerung beinhalten und damit Hard Bullet-Bonds sind, begab die Kookmin Bank ihr EUR-Benchmarkdebüt im Soft Bullet-Format. Mit dem Markteintritt der KEB Hana Bank verfügt zudem ein weiterer koreanischer Emittent über Soft Bullet-Bonds.

### Rückzahlungsstrukturen Südkorea

	Hard	Soft
KEB Hana Bank		X
Kookmin Bank		X
Korea Housing Finance Corp	X	

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Fazit

Ein Blick in den iBoxx EUR Covered offenbart, dass Bonds mit Soft Bullet-Strukturen die vormals vorherrschende Form der Hard Bullet-Emissionen nunmehr eindeutig abgelöst haben. Dies liegt unter anderem daran, dass insbesondere in Frankreich und Österreich zahlreiche Emittenten einen Wechsel mit Blick auf die Ausgestaltung der Laufzeitstruktur ihrer Covered Bonds vollzogen haben. Noch stärker ins Gewicht fällt dabei der „Big Bang“ des Pfandbriefgesetzes, welches auch nach unserer Klassifizierung den Pfandbriefmarkt in das Segment der Soft Bullets übertreten ließ. Grundsätzlich könnten sich auch andere Jurisdiktionen in denen aktuell noch Hard Bullet-Bonds emittiert werden (bspw. Frankreich oder insbesondere Spanien) im Rahmen der Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Marktes für einen zumindest in Teilen ähnlichen Weg entscheiden und damit den Anteil an Hard Bullet-Bonds zeitnah (wie in Deutschland) oder perspektivisch durch die Koexistenz beider Emissionsformen weiter senken. Mit Blick auf den Nischenmarkt der CPT-Bonds ist zudem zu erkennen, dass CPT-Emittenten in den Niederlanden sich teilweise dem Soft Bullet-Segment zuwenden. So folgten die Aegon Bank sowie die Achmea Bank der NN Bank und haben als ehemalige CPT-Emittenten ihre letzten EUR-Benchmarks bereits jeweils im Soft Bullet-Format platziert.

## SSA/Public Issuers

# Beyond Bundesländer: Spanische Regionen im Spotlight

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

### Einleitung und Gliederung Spaniens

Nachdem wir in den vergangenen Monaten bereits [belgische Regionen](#), den [Großraum Paris](#) und die [autonomen Regionen Portugals](#) betrachtet haben, soll in dieser Publikation unsererseits erstmalig ein Blick auf kapitalmarktrelevante spanische Regionen geworfen werden. Spanien gliedert sich in 17 Regionen, die als autonome Gemeinschaften bezeichnet werden und nach dem Ende der Franco-Diktatur von 1936 bis 1975 gebildet wurden. Hinzu kommen die zwei autonomen Städte Ceuta und Melilla an der nordafrikanischen Küste. Die autonomen Gemeinschaften wiederum untergliedern sich in insgesamt 50 Provinzen, die in den meisten Fällen nach den jeweiligen Provinzhauptstädten benannt sind und sich eine Ebene darunter in Gemeinden unterteilen. Sieben der autonomen Gemeinschaften bestehen nur aus einer Provinz. Daneben existieren vielerorts verschiedene Ebenen zwischen den Provinzen und Gemeinden, die regional voneinander abweichen. Die autonomen Gemeinschaften verfügen zwar – im Gegensatz zu den deutschen Bundesländern – über keine Staatsqualität, ihr Kompetenzumfang ist allerdings mit diesen vergleichbar. So sind vor allem die Gesetzgebungskompetenzen sehr ähnlich. Ein wesentlicher Unterschied besteht darin, dass in Spanien keine Mitwirkung der autonomen Gemeinschaften an der gesamtstaatlichen Gesetzgebung vorgesehen ist, wie es in Deutschland durch den Bundesrat der Fall ist. Zudem weichen die Kompetenzen der einzelnen autonomen Gemeinschaften innerhalb Spaniens mitunter stark voneinander ab, was historisch begründet ist. So genießen das Baskenland und Navarra eine deutlich stärkere finanzpolitische Autonomie als die anderen Gemeinschaften. Die Einwohner vieler autonomer Gemeinschaften verfügen oftmals über einen deutlich ausgeprägten Nationalstolz in Bezug auf ihre jeweilige Region. Insbesondere gilt dies für Katalonien und das Baskenland, wo separatistische Bewegungen mehr Autonomie fordern oder sich gar ganz von Spanien loslösen und als eigener Staat anerkannt werden wollen. Auch in Teilen Andalusiens und Galiciens existieren regionale Autonomiebewegungen.

### Politisches System

Spanien ist eine parlamentarische Erbmonarchie. Mit dem Ende der Diktatur unter Francisco Franco Mitte der 1970er Jahre hat sich Spanien zu einem demokratischen Rechtsstaat entwickelt, der in der 1978 in Kraft getretenen Verfassung verankert wurde. Seit 1986 ist Spanien Mitglied der Europäischen Union. Offizielles Staatsoberhaupt und Oberbefehlshaber der Streitkräfte ist der König (zurzeit Felipe VI.), der jedoch, vergleichbar mit dem deutschen Bundespräsidenten, nur über eine repräsentative Funktion verfügt. Daneben stellt der Ministerpräsident (zurzeit der Sozialdemokrat Pedro Sánchez) mit der Richtlinienkompetenz für die Zentralregierung die wichtigste Rolle der Exekutive dar. Der Ministerpräsident wird vom Abgeordnetenhaus gewählt und vom König ernannt. Das Parlament besteht aus zwei Kammern: Abgeordnetenhaus und Senat. Ersteres wird direkt vom Volk gewählt, der Senat wird teils vom Volk und teils durch die autonomen Gemeinschaften ernannt. Die autonomen Gemeinschaften verfügen jeweils über eine gesetzgebende Versammlung und eine Regierung, der jeweils ein Ministerpräsident vorsteht.

### **Aktuelle politische Situation**

Seit dem Ende der Diktatur 1975 war die Politik lange von den zwei großen Parteien Partido Socialista Obrero Español (PSOE) und Partido Popular (PP) dominiert, die in den Wahlen in Summe teilweise über 80% der Stimmen erreichten. In den letzten Jahren hat sich die Parteienlandschaft allerdings stark verändert. Es etablierten sich zahlreiche neue Parteien, sowohl links der sozialdemokratischen PSOE als auch rechts der konservativen PP. Die beiden Volksparteien erreichten bei der letzten Wahl 2019 in Summe nur noch knapp unter 50% der Stimmen. Amtierender Ministerpräsident Spaniens ist seit 2018 Pedro Sánchez, Sozialdemokrat und Vorsitzender der PSOE. Er folgte damit auf den konservativen Regierungschef Mariano Rajoy der PP, der sein Amt im Rahmen eines Misstrauensvotums verlor. Den Antrag stellte damals die PSOE gegen die Rajoy-Regierung, da ranghohe PP-Mitglieder in einen Korruptionsskandal verwickelt waren. Seit Januar 2020 besteht eine Koalition mit der sozialistischen Partei Kataloniens (Partit dels Socialistes de Catalunya, PSC), der linkspopulistischen Podemos und der kommunistischen Izquierda Unida (IU), nachdem Ministerpräsident Sánchez im Zuge der katalanischen Unabhängigkeitsbewegung seine Regierungsmehrheit verlor. Im Oktober 2020 stellte die rechtspopulistische Vox-Partei einen Misstrauensantrag gegen die Sánchez-Regierung, welcher allerdings nur von Vox-Abgeordneten befürwortet und daher insgesamt deutlich abgelehnt wurde. Zuletzt besetzte Sánchez in der dritten und bisher größten Kabinettsumbildung seiner Amtszeit im Juli 2021 gleich sieben von insgesamt 17 Ressorts neu. In den autonomen Gemeinschaften Spaniens spielen regionale Parteien eine große Rolle. Im regelmäßigen politischen Diskurs stehen die Autonomiebestrebungen separatistischer Kräfte insbesondere in Katalonien. Die seit 2017 andauernde Katalonien-Krise wurde durch ein vom spanischen Verfassungsgericht als verfassungswidrig erklärtes Unabhängigkeitsreferendum ausgelöst. Bei dem Referendum stimmten über 90% der Wähler (Wahlbeteiligung: 42,5%) für eine Unabhängigkeit Kataloniens. Allerdings bemängelten Beobachter zahlreiche Unregelmäßigkeiten bei der Wahl. Zugleich versuchte die spanische Zentralregierung das Referendum mit zahlreichen polizeilichen Maßnahmen zu behindern. Als Reaktion auf die Verabschiedung der Unabhängigkeitserklärung durch das Parlament in Barcelona entmachtete die Zentralregierung in Madrid schließlich die katalanische Regierung. Bei den folgenden Neuwahlen erhielten die Separatisten in Katalonien die knappe Mehrheit im Parlament. Auch mehr als vier Jahre danach bleibt die politische Lage insbesondere in Katalonien angespannt.

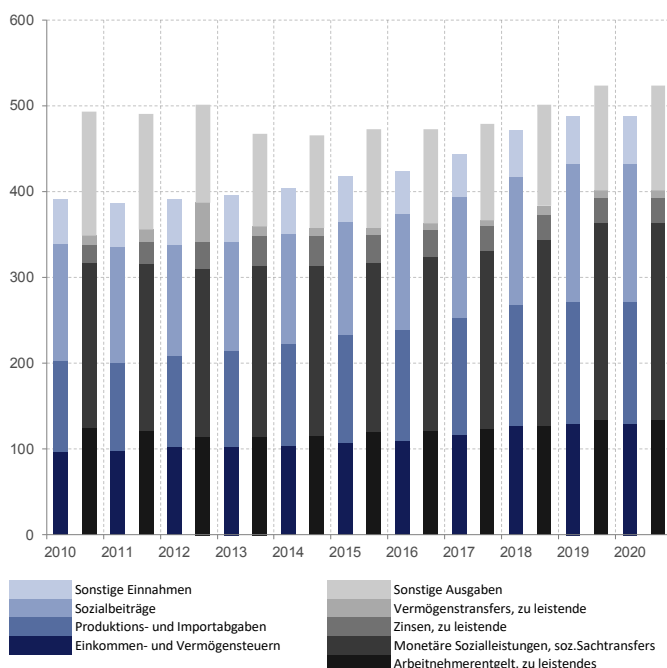
### **COVID-19 in Spanien**

In der ersten Welle der Pandemie war Spanien mit fast 10.000 täglichen Neuinfektionen zwischen März und April 2020 das am stärksten betroffene Land Europas und zog mit strikten Eindämmungsmaßnahmen entsprechende Konsequenzen. Nach dem Sommer 2020 mit geringen Fallzahlen und Lockerungen begannen die Neuinfektionen im August wieder rasant anzusteigen. Ende Oktober wurden bis zu 20.000 tägliche Neuinfektionen registriert, was die spanische Regierung erneut zu strikten Einschränkungen des öffentlichen Lebens veranlasste. Nachdem die Fallzahlen bis Mitte Dezember stark gesenkt werden konnten, nahm eine dritte Welle der Pandemie um den Jahreswechsel Fahrt auf und sorgte Mitte Januar 2021 für tägliche Fallzahlen von über 30.000. Der nationale Gesundheitsnotstand und damit verbundene gravierende Maßnahmen zur Eindämmung galt bis Mai 2021. Seit Anfang Juni wurden diese allerdings weitestgehend gelockert und auf grundsätzliche Hygienekonzepte reduziert. Mit über 1.840 Todesfällen insgesamt pro eine Million Einwohner ist Spanien auch weiterhin eines der am stärksten betroffenen Länder Europas. Die Quote der vollständig geimpften erwachsenen Personen liegt mit [79,83%](#) über dem EU-Durchschnitt von [75,0%](#) (abgerufen: 02. November).

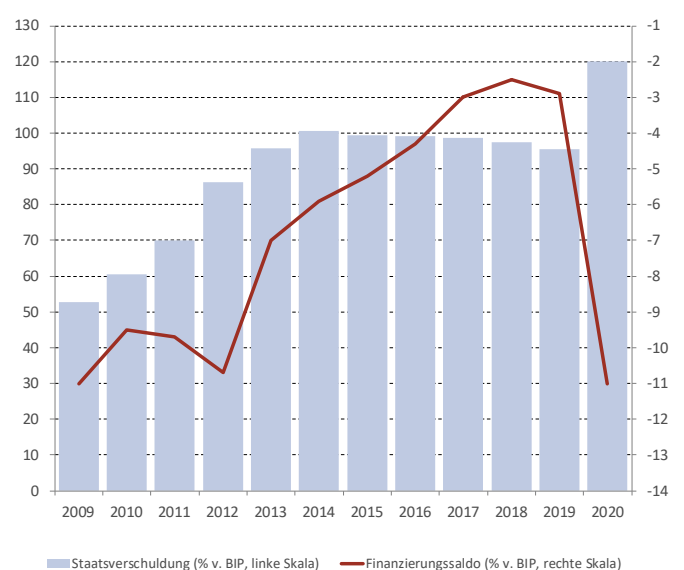
### Wirtschaft Spaniens

Mit dem Platzen der Immobilienblase und der beginnenden globalen Finanzkrise ab 2007 endete für Spanien ein langer wirtschaftlicher Aufschwung. Spanische Banken waren von der weltweiten Krise mit am stärksten betroffen und gerieten in Schieflage. Die Staatsverschuldung stieg durch die Auswirkungen der Krise von noch 35,8% des BIP im Jahr 2007 auf 100,7% im Jahr 2014. Die Arbeitslosenquote erreichte 2013 einen Höchstwert von 26% (bei 56% Jugendarbeitslosigkeit). Im Jahr 2012 vereinbarte Spanien bis zu EUR 100 Mrd. an Hilfen durch die europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), von denen bis 2014 rund EUR 41,5 Mrd. in Anspruch genommen wurden. Nach Jahren des wirtschaftlichen Abschwungs und der Stagnation, begann die spanische Wirtschaft ab 2014 wieder zu wachsen. Der Aufschwung mit einem BIP-Wachstum von durchschnittlich 2,6% pro Jahr hielt bis zum Beginn der Corona-Pandemie an. Die Auswirkungen von COVID-19 treffen das durch die Finanz- und die Katalonien-Krise ohnehin vorbelastete Land so stark wie kaum ein anderes in Europa. Eurostat zufolge sank die Wirtschaftsleistung im II., III. und IV. Quartal 2020 jeweils mit Abstand am stärksten im europäischen Vergleich. Der Einbruch für das Jahr 2020 ist folglich deutlich höher als in anderen europäischen Ländern: Die Wirtschaftsleistung pro Kopf sank um rund 10,6% auf EUR 23.640. Allem voran machte sich der ausbleibende Tourismus in der Wirtschaftsleistung Spaniens bemerkbar: Der so wichtige Sektor, der 2019 noch rund 12% zum Bruttoinlandsprodukt beisteuerte, brach in 2020 um ca. 70% ein. Für 2021 revidierte der IWF zuletzt im Oktober seine Wachstumsprognose des realen BIP: Der Wert von nun +5,7% wurde um 0,5 Prozentpunkte niedriger angesetzt als noch zuletzt im April. Gleichzeitig wurde die Prognose für 2022 auf +6,4% von zuletzt +4,7% angehoben. Darüber hinaus sorgt die Pandemie für einen sprunghaften Anstieg der spanischen Staatsverschuldung. Nachdem die Verschuldung in den letzten fünf Jahren von ca. 101% des BIP auf 95% des BIP gesenkt werden konnte, prognostiziert der IWF für 2021 einen sprunghaften Anstieg auf rund [120% des BIP](#). Spanien wies bereits im Jahr 2020 die vierthöchste Staatsverschuldung in der EU auf ([Durchschnitt](#): 100,5%).

#### Staatseinnahmen vs. Staatsausgaben (EUR Mrd.)



#### Staatsverschuldung vs. Finanzierungssaldo (%)



### Kapitalmarktauftritt der autonomen Gemeinschaften

Mit Ausnahme von Kantabrien haben derzeit alle autonomen Gemeinschaften Spaniens ausstehende Bonds. Neun der siebzehn Emittenten (**hervorgehoben**) werden wir im Folgenden genauer betrachten. Sortiert nach ihrem Bloombergticker sind dies:

- **ANDAL (Andalusien)**
- **ARAGON (Aragonien)**
- BALEAR (Balearische Inseln)
- **BASQUE (Baskenland)**
- CANARY (Kanarische Inseln)
- **CASTIL (Kastilien und León)**
- CCANTA (Kantabrien)
- **GENCAT (Katalonien)**
- **JUNGAL (Galicien)**
- JUNTEX (Extremadura)
- LRIOJA (La Rioja)
- **MADRID (Madrid)**
- MANCHA (Kastilien La Mancha)
- MURCIA (Murcia)
- **NAVARR (Navarra)**
- **PRIAST (Asturien)**
- VALMUN (Valencianische Gemeinschaft)

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Finanzbeziehungen zwischen dem Staat und den autonomen Gemeinschaften

Die spanischen Regionen profitieren von einem starken institutionellen Rahmen. Seitens des spanischen Staates besteht eine explizite Garantie für die autonomen Gemeinschaften. Die Finanzbeziehungen zwischen den autonomen Gemeinschaften und dem Staat gliedern sich in zwei Modelle: Bei 15 der 17 Regionen kommt das allgemeine System zum Einsatz, bei dem die Steuergesetzgebung und -erhebung größtenteils beim Staat liegt. Die autonomen Gemeinschaften im allgemeinen System erhalten Anteile der jeweiligen Steuern, die auf ihrem Gebiet erhoben wurden – beispielsweise 50% der Mehrwert- und Einkommenssteuereinnahmen sowie 100% der Erbschaftssteuereinnahmen. Im Baskenland und in Navarra kommt das sogenannte Foralsystem zur Anwendung, welches den Regionen eine deutlich weiter gefasste finanzpolitische Autonomie gewährt, indem die Steuergesetzgebung und -erhebung in erster Linie durch die Regionen selbst erfolgt. Das gemeinsame Finanzsystem der autonomen Gemeinschaften (ausgenommen das Baskenland und Navarra), sieht einen expliziten Ausgleichsmechanismus vor (horizontal), der vorrangig Steuererträge umverteilt. Zusätzlich erhalten diese Regionen direkte Transferzahlungen vom spanischen Staat (vertikal). So besteht der spanische Finanzausgleich aus drei Fonds:

- Der „Guarantee Fund for Fundamental Public Services Transfer“ ist der größte Fonds und soll dafür sorgen, dass die staatlichen Basisleistungen in den Regionen gleichwertig gewährleistet sind.
- Der „Global Sufficiency Fund“ beinhaltet zusätzliche Transferzahlungen des Staates, die an die Einnahmen der jeweiligen Region geknüpft sind.
- Die „Convergence Funds“ umfassen einen „Competitiveness Fund“ zur Unterstützung von Regionen mit einer unterdurchschnittlichen Finanzierung und einen „Cooperation Fund“ für Regionen mit einem unterdurchschnittlichen BIP pro Kopf.



## Andalusien (ANDAL)

Andalusien ist die südlichste auf dem Festland gelegene autonome Gemeinschaft und nimmt rund ein Sechstel des spanischen Staatsgebiets ein. Sie grenzt an das Mittelmeer, Gibraltar und den Atlantik im Süden sowie an Portugal im Westen an. Mit rund 8,5 Mio. Einwohnern ist Andalusien die bevölkerungsreichste autonome Gemeinschaft Spaniens und eine der größten Regionen Europas. Das BIP belief sich im Jahr 2019 auf rund EUR 165 Mrd. und lag damit auf Rang drei innerhalb der spanischen Regionen. Einem Pro-Kopf-BIP von EUR 19.633 (2019) zufolge ist Andalusien allerdings eine der wirtschaftlich schwächsten Regionen Spaniens, nur die im Norden angrenzende autonome Gemeinschaft Extremadura und die nordafrikanische Exklave Melilla liegen darunter. In 2020 brach das reale BIP infolge der Pandemie um rund 10% ein. Die Arbeitslosigkeit in Andalusien lag im II. Quartal 2021 mit einem Wert von 21,6% auf einem im nationalen Vergleich niedrigen Niveau, was im europäischen Vergleich (7,7%) wiederum sehr hoch ist. Infolge der Finanzkrise 2008/09 erreichte die Arbeitslosigkeit in Andalusien 2013 einen Höchststand von 36,8%, welche in den letzten Jahren auf ein Niveau von etwa 20% abgebaut werden konnte. Die andalusische Wirtschaft ist traditionell sehr landwirtschaftlich geprägt. So hat der primäre Sektor einen für entwickelte Staaten vergleichsweise hohen Anteil von 7,7% an der Wirtschaftsleistung. Der sekundäre Sektor ist mit einem Anteil von nur 18,3% wenig ausgeprägt. Die wichtigsten Industrien sind insbesondere Luftfahrt, Lebensmittel, Chemie und Metall. Durch ein vielfältiges landschaftliches und kulturelles Angebot zieht Andalusien ganzjährig zahlreiche Touristen aus dem In- und Ausland an. Badeurlauber zieht es unter anderem an die Costa del Sol am Mittelmeer, Wassersportler an die Costa de la Luz am Atlantik und Wintersportler in die Sierra Nevada. Zudem sind neben der Hauptstadt Sevilla auch Málaga, Córdoba und Granada gefragte Reiseziele. Entsprechend bedeutend ist der Tourismussektor in der Region: 2019 verzeichnete Andalusien noch über 12 Mio. internationale Touristen. Die COVID-19-Pandemie verursachte einen massiven Einbruch um fast 80% auf nur noch 2,7 Mio. internationale Touristen im Jahr 2020, was hohe wirtschaftliche Schäden in der Branche und Region verursachte. In Bezug auf die Verschuldung der öffentlichen Hand ist Andalusien im Vergleich zu den anderen autonomen Gemeinschaften mit einer Verschuldungsquote in Höhe von 24,1% des BIP im II. Quartal 2021 vergleichsweise niedrig verschuldet. Andalusiens Fitch Rating von BBB- wurde zuletzt im September 2021 bestätigt.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

8.501.450

#### Hauptstadt

Sevilla

#### BIP (2019)

EUR 165,26 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2019)

EUR 19.633

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

21,6%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

24,1%

#### Bloombergticker

ANDAL

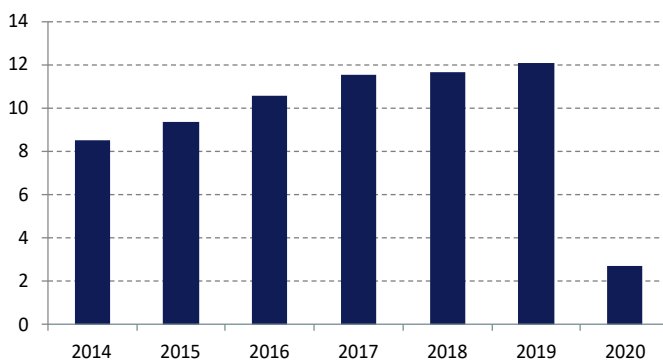
#### Ausstehendes Volumen

EUR 4,2 Mrd.

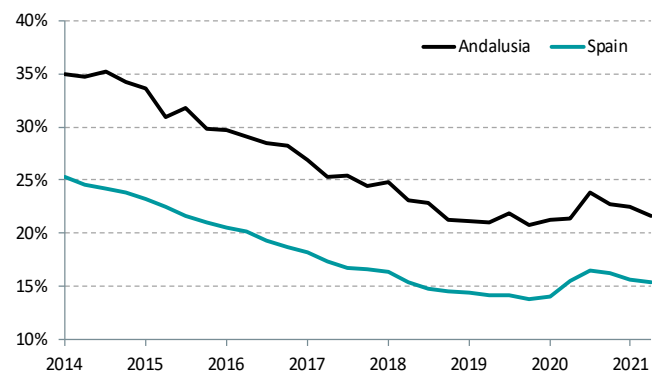
### Ratings

	Lfr.	Ausblick
Fitch	BBB-	stab
Moody's	Baa2	stab
S&P	BBB+	stab

### Internationale Touristen pro Jahr (Mio.)



### Arbeitslosenquote im Zeitverlauf







## Aragonien (ARAGON)

Aragonien liegt im Nordosten der iberischen Halbinsel und grenzt im Norden an Frankreich, im Osten an Katalonien, im Südosten an Valencia und im Westen an Kastilien-La Mancha, Kastilien und León, La Rioja sowie Navarra an. Mit rund 1,3 Mio. Einwohnern ist Aragonien bevölkerungsmäßig die elftgrößte spanische autonome Gemeinschaft. Die Region ist sehr dünn besiedelt: Mit einem Anteil von knapp 10% an der spanischen Gesamtfläche leben in Aragonien lediglich 2,9% der Einwohner Spaniens. Etwas mehr als die Hälfte davon (rund 680.000) leben in der Hauptstadt Saragossa, welche die fünftgrößte Stadt Spaniens ist. Abgesehen von Saragossa ist die Region eher ländlich geprägt. So zählt die zweitgrößte Stadt Huesca gerade einmal rund 53.000 Einwohner. Zwar gilt spanisch als Amtssprache, allerdings wird regional auch Aragonesisch und Katalanisch gesprochen. Ersteres ist in den Tälern der Pyrenäen verbreitet, letzteres entlang der Grenze zu Katalonien. Mit einem BIP pro Kopf von EUR 28.727 (2019) ist die Wirtschaftsleistung Aragoniens im nationalen Vergleich überdurchschnittlich. Im Dreimonatszeitraum von April bis Juni 2021 verzeichnete das BIP ein Wachstum von 19,9% im Vergleich zum Zeitraum von Januar bis März, wonach Aragonien voraussichtlich auch im weiteren Jahresverlauf über dem nationalen Durchschnitt liegen dürfte. Die Arbeitslosigkeit im II. Quartal 2021 ist mit 10,7% vergleichsweise niedrig und konnte in den Jahren vor der Corona-Krise kontinuierlich gesenkt werden. Wichtige Industrien der Region sind die Automobilindustrie, die Lebensmittelproduktion, die Informationstechnologie und Logistik. Die größten Unternehmen finden sich in und um Saragossa. Im Allgemeinen ist die Wirtschaft jedoch von KMU dominiert. So beschäftigen lediglich 17 Unternehmen über 1.000 Mitarbeiter. Das größte Unternehmen Aragoniens ist das spanische Opel-Werk mit über 5.000 Beschäftigten. Hier wurden seit 1982 insgesamt über 10 Mio. Fahrzeuge hergestellt. Der Logistiksektor profitiert von der ausgeprägten Infrastruktur und der begünstigenden geografischen Lage Saragossas als Verbindung der fünf Großstädte Toulouse, Bilbao, Madrid, Valencia und Barcelona. So haben unter anderem Zara, Decathlon und DHL große Logistikzentren in der Region. Als positives Signal werten wir zudem, dass Amazon Web Services (AWS) eine Investition von EUR 2,5 Mrd. in drei Datacenter in Aragonien plant, die voraussichtlich 2022 in Betrieb genommen werden und 1.000 neue Arbeitsplätze schaffen sollen. Die Tourismusbranche spielt eine Nebenrolle in Aragoniens Wirtschaft, profitiert aber von zahlreichen Wintersportlern, die es in die Pyrenäen zieht.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

1.320.586

#### Hauptstadt

Saragossa

#### BIP (2019)

EUR 38,04 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2019)

EUR 28.727

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

10,7%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

25,5%

#### Bloombergticker

ARAGON

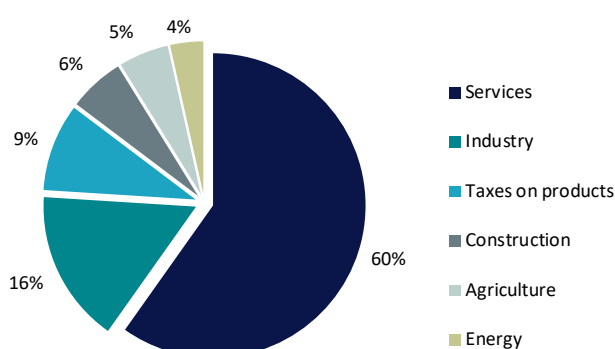
#### Ausstehendes Volumen

EUR 0,9 Mrd.

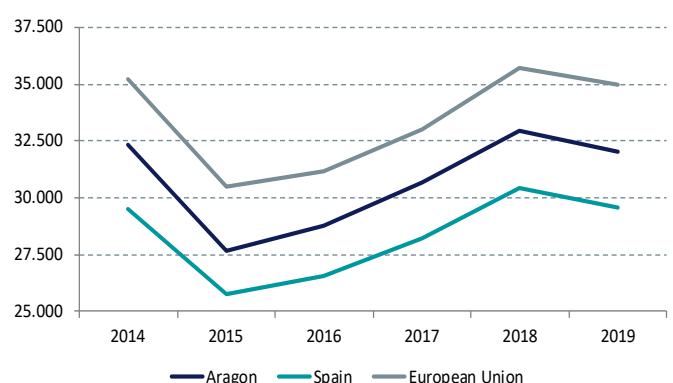
### Ratings

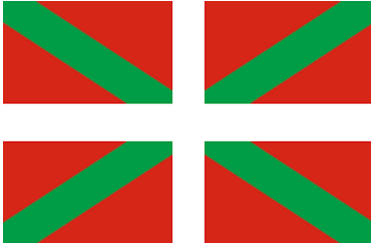
	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	-	-
S&P	BBB+	stab

### BIP nach Sektorbeitrag



### Jährliches BIP pro Kopf im Zeitverlauf (USD)





## Baskenland (BASQUE)

Das Baskenland ist eine Region am Atlantik an der spanisch-französischen Grenze. Die autonome Gemeinschaft ist zu unterscheiden vom Baskenland im kulturellen Sinne, zu dem auch das französische Baskenland und der Norden der autonomen Gemeinschaft Navarra zählen. Die autonome Gemeinschaft Baskenland gilt mit rund 2,2 Mio. Einwohnern als dicht besiedelt, da sie zu den kleinsten autonomen Gemeinschaften Spaniens zählt. Rund 27% der Einwohner sprechen die baskische Sprache „Euskara“, die auch heute noch als regionale Amtssprache anerkannt wird. Die Politik innerhalb der Region ist geprägt von Konflikten mit der Zentralregierung: Viele Basken fordern noch heute die Unabhängigkeit vom spanischen Staat und die Einheit des Baskenlandes. Bis vor einigen Jahren verübte die linksnationale Terrororganisation ETA wiederholt Anschläge mit dem Ziel der Errichtung eines baskischen Staates. Die Hauptstadt der Gemeinschaft ist Vitoria-Gasteiz, die nach Bilbao die zweitgrößte Stadt des Baskenlandes darstellt. Die Region ist mit einem BIP pro Kopf von EUR 34.142 eine der wirtschaftsstärksten Regionen Spaniens und trägt rund 6% zum nationalen BIP bei. Die Arbeitslosigkeit verblieb im II. Quartal 2021 mit 10% im nationalen Vergleich niedrig. Für 2020 errechnet das baskische Statistikamt derzeit einen Einbruch des BIP um 10,1%, womit die Wirtschaft der Region in einem geringeren Maße von der Pandemie beeinträchtigt ist als der Rest Spaniens. Die Verschuldung des öffentlichen Haushalts war mit 16,1% des BIP in 2020 moderat und wird auch nach der Krise auf einem vergleichbaren Niveau bleiben. Das Baskenland verfügt mit den Sektoren Stahl, Maschinenbau, Energie, Automobil und Aeronautik über eine diversifizierte Industrie. Hervorzuheben ist zudem die Forschungsstärke durch zahlreiche Universitäten und innovative Unternehmen im Bereich Industrie 4.0. Wie eingangs erwähnt, verfügt die autonome Gemeinschaften Baskenland über ein eigenes Finanzierungssystem, in dem die Region fast vollständige Autonomie bei der Steuererhebung genießt. Die Steuern werden durch die Provinzen eingenommen, welche einen Ausgleich an den Staat abführen. Im Zuge der Pandemie hat die Region die Finanzierungsstrategie für die nächsten Jahre angepasst, um die Liquidität zu stärken und die Auswirkungen der Krise generationengerecht zu verteilen. So sollen künftig 50% des Finanzierungsvolumens als nachhaltige Anleihen (Laufzeit 10-12 Jahre) emittiert werden, 30% als Private Placements mit Laufzeiten über 30 Jahren begeben und 20% bilaterale Kredite mit Laufzeiten von unter 10 Jahren aufgenommen werden. Neben der Erhöhung der Laufzeiten wird eine Quote von 25% Floatern angestrebt.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

2.185.605

#### Hauptstadt

Vitoria-Gasteiz

#### BIP (2019)

EUR 74,49 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2019)

EUR 34.142

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

10,0%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

16,1%

#### Bloombergticker

BASQUE

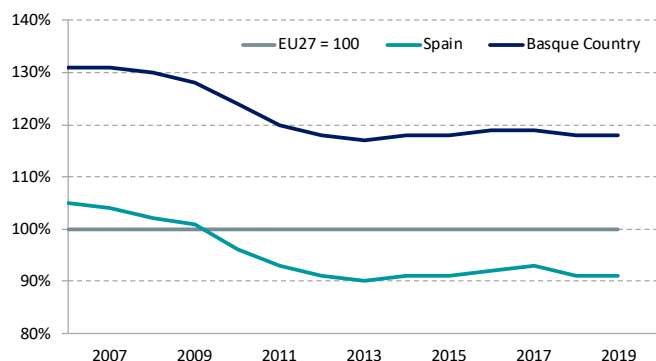
#### Ausstehendes Volumen

EUR 6,6 Mrd.

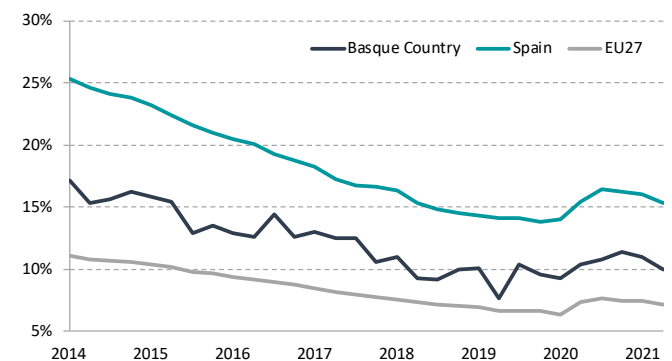
### Ratings

	Lfr.	Ausblick
Fitch	A-	stab
Moody's	A3	stab
S&P	AA-	neg

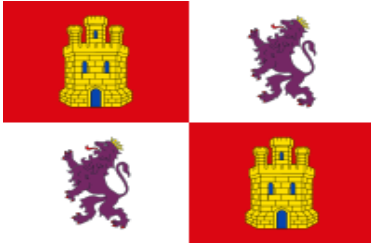
### BIP pro Kopf im Vergleich zu Spanien und zur EU



### Arbeitslosenquote im Zeitverlauf



Quelle: Eurostat, INE, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research



## Kastilien und León (CASTIL)

Mit einer Gesamtfläche von rund 94.000 km<sup>2</sup> ist Kastilien und León die flächenmäßig größte autonome Gemeinschaft Spaniens. Damit nimmt sie fast ein Fünftel des spanischen Staatsgebiets ein. Die Region ist sogar etwas größer als das im Westen angrenzende Portugal. Mit knapp 2,4 Mio. Einwohnern und einer Bevölkerungsdichte von 25,5 Einwohnern pro Quadratkilometer ist Kastilien und León allerdings sehr dünn besiedelt und beheimatet lediglich 5,1% der spanischen Bevölkerung. Kastilien und León hat keine offiziell definierte Hauptstadt, de facto gilt allerdings Valladolid als Hauptstadt, da sich hier der Regierungssitz und das Parlament befinden. Valladolid ist zudem mit rund 300.000 Einwohnern die größte Stadt der Region. Mit einem BIP pro Kopf von EUR 24.886 im II. Quartal 2021 liegt die Wirtschaftsleistung leicht unter dem spanischen Durchschnitt. In Bezug auf die erwartete Veröffentlichung der Wirtschaftsleistung in 2020 wird vom lokalen Statistischen Institut ein durch die Corona-Krise bedingter Einbruch von 7,9% errechnet. Die Arbeitslosigkeit ist mit einem Wert von 12,6% im II. Quartal 2021 deutlich geringer als der nationale Durchschnitt. Einer der wichtigsten Wirtschaftssektoren in Kastilien und León ist die Automobilindustrie, welche für ca. 20% des BIP und über 60% der regionalen Exporte verantwortlich ist. Unter anderem betreiben Renault und Fiat-Iveco Fabriken in der Provinz Valladolid und Nissan in der Provinz Ávila. Ein weiterer wichtiger Wirtschaftszweig ist die Lebensmittelindustrie, die rund 30% der regionalen Industrieproduktion darstellt. Erwähnenswert ist außerdem, dass Kastilien und León ca. 12% der Gesamtenergie Spaniens produziert und damit als größter Energieproduzent unter den autonomen Gemeinschaften gilt. Insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien nimmt die autonome Gemeinschaft eine Vorreiterrolle ein. So werden ca. 135% des regionalen Stromverbrauchs aus erneuerbaren Energien gewonnen. Das Rating von Baa1 bei stabilem Ausblick wurde zuletzt im November 2020 von Moody's bestätigt. Damit verfügt die autonome Gemeinschaft über das gleiche Rating wie der spanische Staat. Moody's begründet das Rating unter anderem mit einem starken Kapitalmarktzugang und dem vergleichsweise niedrigen Schuldenniveau. Auf der anderen Seite steht Kastilien und León vor demographischen Herausforderungen aufgrund der alternden Bevölkerung. Laut dem spanischem Statistikinstitut INE lag der Anteil der über 65-jährigen in der Region bereits im Jahr 2018 bei 25% und wird auf über 30% bis zum Jahr 2028 ansteigen. Damit verbunden erwartet die Ratingagentur in den nächsten Jahren Belastungen des Haushalts durch höhere Gesundheitskosten.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

2.381.281

#### Hauptstadt

Nicht festgelegt

Regierungssitz: Valladolid

#### BIP (2019)

EUR 59,79 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2019)

EUR 24.886

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

12,6%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

24,0%

#### Bloombergticker

CASTIL

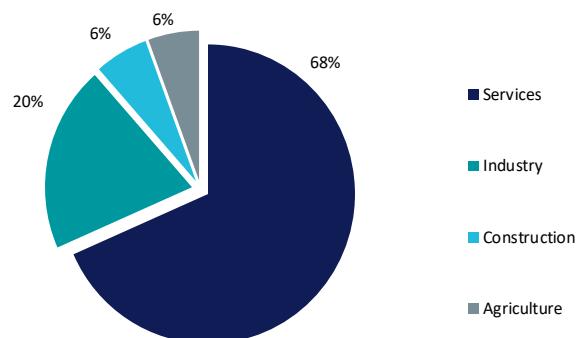
#### Ausstehendes Volumen

EUR 3,9 Mrd.

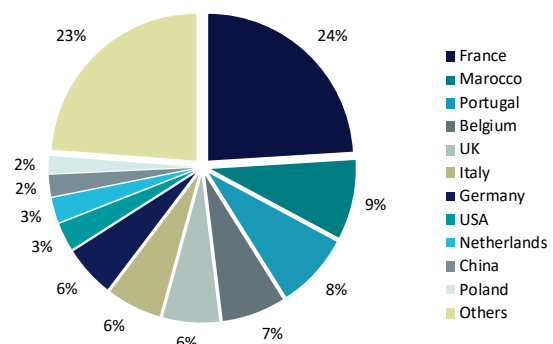
### Ratings

	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	Baa1	stab
S&P	-	-

### Wirtschaftsleistung nach Sektoren



### Verteilung der Exporte nach Destination





## Katalonien (GENCAT)

Die im Nordosten Spaniens am Mittelmeer gelegene Region stellt in Verbindung mit ihrer Hauptstadt Barcelona einen wichtigen Wirtschaftsstandort dar. Auf rund 7,7 Mio. Einwohner (16,1% der spanischen Bevölkerung) entfallen mit EUR 224,13 Mrd. (2020) rund 20% der nationalen Wirtschaftsleistung. Die Prosperität und Autonomie der Region bedingt seit vielen Jahren separatistische Bewegungen, die zuletzt 2017 zu einem Unabhängigkeitsvotum führten, das jedoch von der spanischen Regierung aufgehoben wurde. Die strategische Lage des internationalen Anziehungspunktes Barcelona am Mittelmeer begünstigt die engen wirtschaftlichen Beziehungen nach Kontinentaleuropa und Asien. Davon profitiert in erster Linie Kataloniens diversifizierter sekundärer Sektor (u.a. Nahrung, Chemie, Pharmazeutika, Elektrizität) und trägt 19,8% (2020) zur regionalen Bruttowertschöpfung bei. Der wichtigste und in den letzten fünf Jahren vor der Pandemie stetig um etwa 3% p.a. gewachsene tertiäre Sektor trägt mit einem Anteil von 73,9% (2020) den Großteil zur Wirtschaftsleistung bei. Innerhalb dessen gehören zu den bedeutendsten Subsektoren die öffentliche Hand (Beitrag 2020: 20,9%), gefolgt von Fahrzeughandel und -instandhaltung (18,4%). Die internationale Ausrichtung der katalanischen Wirtschaft spiegelt sich deutlich in der Außenhandelsbilanz wider. Obwohl das Volumen katalanischer Exporte im Jahr 2020 aufgrund der Auswirkungen der Pandemie um 22,6% schrumpfte, wurde dennoch ein Außenhandelsüberschuss in Höhe von 12,3% des BIP erzielt. Katalonien liegt damit auf Platz drei im EU-Vergleich hinter Luxemburg (39%) und Irland (30%). Von allen Exporten Kataloniens verblieben 39,3% (2020) im spanischen Staat. Trotz der Spannungen im Welthandel der letzten Jahre, auch im Hinblick auf den Handelskrieg zwischen den USA und China, dem Brexit und aktuell der Corona-Situation, blieb der Außenhandel weitgehend stabil. Die ausländischen Direktinvestitionen bewegen sich im Fünf-Jahres-Schnitt auf einem Niveau von etwa EUR 4,6 Mrd. (2020) und wachsen seit 1995 stetig an. Die Corona-Krise führte im II. Quartal 2020 zu einem historischen Einbruch des BIP um -21,7% (Q/Q), gefolgt von einem Aufschwung mit 16,9% im III. Quartal. Für 2021 wird ein BIP-Wachstum von 4,5% bis 7,7% erwartet. Im II. Quartal 2021 lag die Arbeitslosigkeit bei 12,3%, mit der Altersgruppe der 16- bis 24-Jährigen als Hauptbetroffene (38,4%). Mit Barcelona als Tourismuszentrum ist der damit verbundene Umsatz nach seinem Rekordjahr 2019 mit EUR 21,3 Mrd. und 19,4 Mio. Besuchern in 2020 um 59% eingebrochen. Das derzeitige globale Infektionsgeschehen dürfte die Lage auch weiterhin erschweren.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

7.716.760

#### Hauptstadt

Barcelona

#### BIP (2020)

EUR 224,13 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2020)

EUR 29.034

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

12,3%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

37,2%

#### Bloombergticker

GENCAT

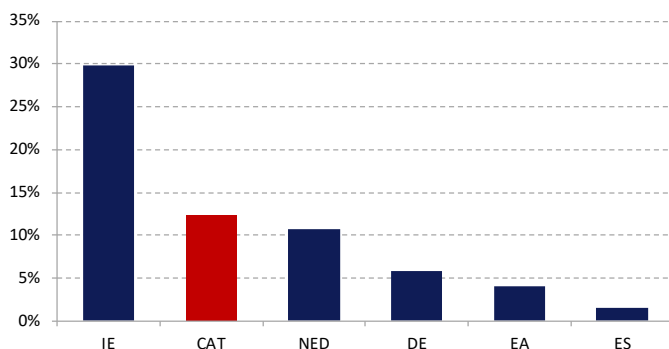
#### Ausstehendes Volumen

EUR 2,5 Mrd.

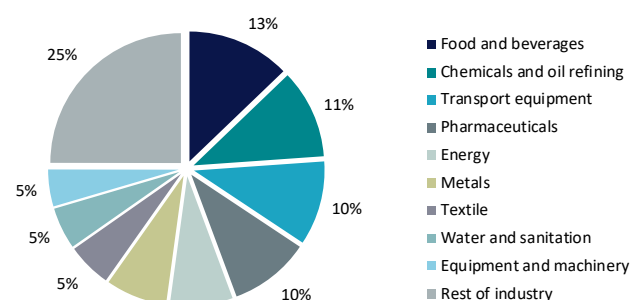
### Ratings

	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	Ba2	stab
S&P	-	-

### Außenbeitrag im EU-Vergleich (% des BIP)



### Bruttowertschöpfung nach Industriesektoren





## Galicien (JUNGAL)

An der Nordwestküste Spaniens am Atlantik gelegen, beheimatet Galicien mit rund 2,7 Mio. Einwohnern gut 5,5% der spanischen Bevölkerung und stellt somit die fünftgrößte autonome Region dar. Im Süden und Osten grenzen sowohl Portugal als auch die Region Kastilien und León an. Im nationalen Vergleich ist die Demografie von einem besonders hohen Anteil älterer Einwohner geprägt. Migrationsbewegungen von Galicien in andere spanische Regionen sowie ins Ausland verstärken diese Entwicklung. Infolgedessen haben die Belastungen für das Gesundheitssystem und den Finanzhaushalt in den vergangenen Jahren zugenommen. Die jüngste Bevölkerungsgruppe der Region konzentriert sich an der dicht besiedelten Westküste. Hier befindet sich das Zentrum von Industrie und Handel in den Provinzen A Coruña und Pontevedra. Dabei dominieren KMU die Unternehmenslandschaft, die überwiegend im tertiären Sektor angesiedelt sind. 2019 betrug das BIP EUR 64,4 Mrd. bzw. EUR 23.873 pro Kopf. Gemessen am Beitrag zum BIP zählen zu den wichtigsten Industrien die Textilindustrie (37%), der Automobilsektor (14%), die Lebensmittelindustrie (10%) und der Schiffsbau (5%). Die maritime Wirtschaft profitiert vor allem von der am Atlantik gelegenen Schlüsselposition in Verbindung mit einer ausgeprägten Infrastruktur. Mit über 120 Häfen ist Galicien seit langer Zeit eine bedeutende Handelsplattform im südeuropäischen Raum. Zusätzlich ist Galicien für die internationale Handelsschifffahrt ein Verbindungspunkt mit der zentralen Achse des europäischen Atlantikkorridors. Die Tourismusbranche erfuhr in den letzten Jahren vor allem aufgrund der zunehmenden Popularität des „Camiño de Santiago“ (Jakobsweg) ein rasantes Wachstum. Hervorzuheben ist darüber hinaus Galiciens Bedeutung für die nationale Textilindustrie. Auch Forschung und Entwicklung werden in den Bereichen Informations- und Biotechnologie sowie erneuerbare Energien vorangetrieben. Bereits 2015 betrug die Selbstversorgungskapazität bei Strom und Wärme rund 52%, wobei der Anteil von Windenergie 29% betrug. Seit 2012 konnte Galicien durch eine strikte Haushaltspolitik die von der Zentralregierung vorgegebenen Haushaltsziele überwiegend halten. Per Ende 2020 berichtete Galicien ein leichtes Haushaltsdefizit in Höhe von 0,08% des regionalen BIP. Die Ratingagentur Moody's erwartet für 2021 eine temporäre Verschlechterung des Staatshaushalts, der jedoch vom nationalen Liquiditätsmechanismus aufgefangen wird. Die Arbeitslosigkeit der Region lag im II. Quartal 2021 bei 12,4%.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

2.701.819

#### Hauptstadt

Santiago de Compostela

#### BIP (2019)

EUR 64,43 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2019)

EUR 23.873

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

12,4%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

19,9%

#### Bloombergticker

JUNGAL

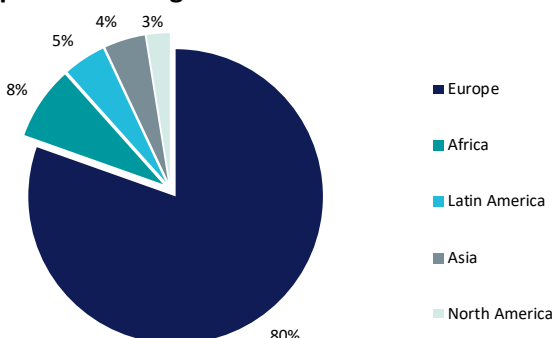
#### Ausstehendes Volumen

EUR 2,0 Mrd.

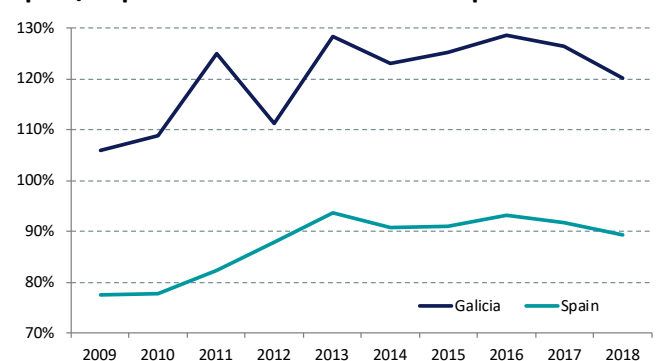
### Ratings

	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	Baa1	stab
S&P	A	neg

### Exporte nach Regionen



### Export/Import-Verhältnis Galicien vs. Spanien







## Madrid (MADRID)

Die spanische Hauptstadt und zugleich wirtschaftlich bedeutendste autonome Region ist im geografischen Landeszentrum auf der historischen Hochebene von Kastilien gelegen. Als viertgrößte Stadt Europas und drittgrößte spanische Region beheimatet sie mit rund 6,8 Mio. Einwohnern (2020) etwa 14% der spanischen Bevölkerung. Madrid erzielt mit EUR 35.913 (2019) das höchste BIP pro Kopf unter den autonomen Regionen und liegt damit rund 36% über dem nationalen bzw. sogar rund 16% über dem europäischen Durchschnitt. Die Arbeitslosenquote folgt einem langjährigen positiven Trend und lag im II. Quartal 2021 mit 12,1% erneut unter dem nationalen Durchschnitt. Durch die internationale Ausrichtung der Region verfügt sie über eine diversifizierte Unternehmenslandschaft, wobei der tertiäre Sektor eine dominierende Position einnimmt. So entfallen 85% des BIP auf Dienstleistungen, während 15% der Wirtschaftsleistung im sekundären Sektor erwirtschaftet werden. Die wichtigsten Subsegmente innerhalb des sekundären Sektors, mit einem Beitrag von 24% zur Sektorleistung, sind der Groß- und Einzelhandel sowie die Automobil-, Lager- und Transportwirtschaft. Das Interesse internationaler Investoren an Madrid spiegelt sich in einem Anteil von rund 80% an den ausländischen Direktinvestitionen in Spanien wider. Begünstigend wirkt zudem Madrids flexibles Steuersystem, welches Erleichterungen in weiten Teilen der Vermögens- und Gewerbesteuer vorsieht. Zugute kommt dies auch der ausgeprägten Gründungskultur: In 2020 entfielen 23% des nationalen Gründungsgeschehens beziehungsweise 21.791 Gründungen auf Madrid. Die Wirtschaft erholte sich von dem Einbruch im II. Quartal 2020 im Zuge der COVID-19-Pandemie im nationalen Vergleich überdurchschnittlich schnell. Auf einen Rückgang des Dienstleistungssektors um -26% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum folgte ein Niveau von noch lediglich -8,2% im III. Quartal. Auch im stark betroffenen Hotel- und Gastgewerbe schlug sich die Corona-Krise in einem Rückgang der Sektorleistung von bis zu -55% im II. Quartal beziehungsweise -18,2% im III. Quartal nieder. Für 2021 erwartet das Statistische Institut Madrid ein positives BIP-Wachstum von rund 7%. Bei ihrer Refinanzierung über den Kapitalmarkt legt die Region Madrid einen Schwerpunkt im Bereich Nachhaltigkeit und nimmt damit eine nationale Vorreiterrolle ein. Als größter spanischer Emittent von nachhaltigen Anleihen platzierte Madrid zuletzt im März 2021 eine Benchmarkemission im Volumen von EUR 1,0 Mrd. Durch die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in alle Aktivitäten der öffentlichen Hand soll langfristig eine Verbesserung der sozioökonomischen Situation erreicht werden.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

6.752.763

#### Hauptstadt

Madrid

#### BIP (2019)

EUR 240,13 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2019)

EUR 35.913

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

12,1%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

16,0%

#### Bloombergticker

MADRID

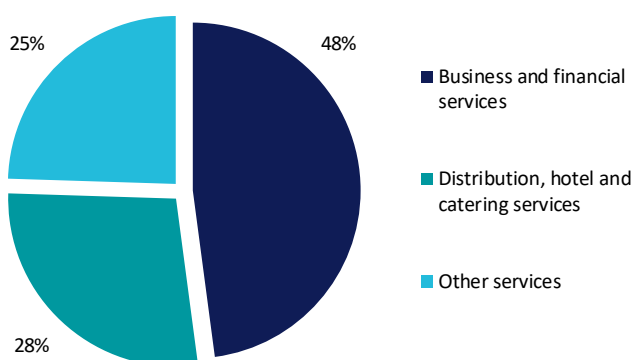
#### Ausstehendes Volumen

EUR 20,0 Mrd.

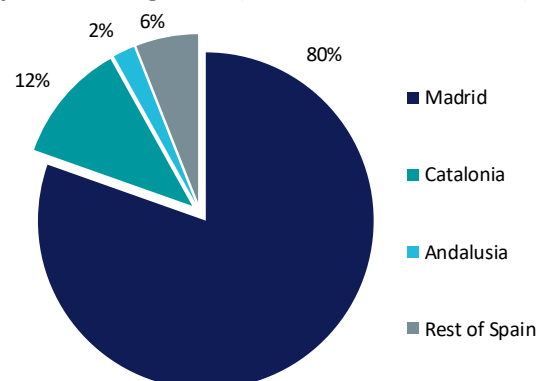
### Ratings

	Lfr.	Ausblick
Fitch	BBB	stab
Moody's	Baa1	stab
S&P	A-	stab

### Dienstleistungen nach Subsektoren



### FDI in spanische Regionen (kumulativ bis Q3/2020)





## Navarra (NAVARR)

Navarra liegt im Norden Spaniens und ist mit rund 661.000 Einwohnern eine der bevölkerungsärmsten unter den autonomen Gemeinschaften Spaniens. Die Region grenzt an das Baskenland im Westen, an Aragonien im Osten und an La Rioja im Süden. Im Norden bilden die Pyrenäen eine Grenze zu Frankreich. Die Hauptstadt und zugleich mit Abstand größte Stadt Navarras ist Pamplona mit etwa 204.000 Einwohnern. Pamplona ist zugleich die einzige Großstadt in der Region, die sonst überwiegend ländlich geprägt ist. Als zweitgrößte Stadt folgt Tudela mit nur knapp 37.000 Einwohnern. Der nördliche Teil Navarras zählt historisch zum Baskenland im kulturellen Sinne. Die baskische Sprache „Euskara“ ist immer noch weit verbreitet und in einigen Gemeinden sogar weiterhin die offizielle Amtssprache. Ca. 12% der Einwohner Navarras sprechen Euskara und 64 der 272 Gemeinden gelten als hauptsächlich baskischsprachige Zonen. Die Region ist im nationalen Vergleich wirtschaftlich sehr stark und wies mit einem BIP pro Kopf von EUR 32.141 im Jahr 2019 den vierthöchsten Wert unter den 17 autonomen Gemeinschaften Spaniens auf. Im II. Quartal 2021 wurde eine im nationalen Vergleich sehr niedrige Arbeitslosenquote von 10,3% verzeichnet. Nachdem Navarra für lange Zeit in erster Linie landwirtschaftlich dominiert war, spielt der primäre Sektor in der Region keine derart große Rolle mehr, wie es beispielsweise noch in einigen südspanischen Regionen der Fall ist. Der überwiegende Teil der Beschäftigten ist im Dienstleistungssektor beschäftigt (62,8%), gefolgt von der Industrie (33,0%) und dem primären Sektor (4,2%). Einer der bedeutendsten Arbeitgeber der Region ist das Volkswagenwerk in Pamplona: Allein im Jahr 2018 sind hier über 270.000 Fahrzeuge vom Band gerollt, darunter fast ausschließlich Kleinwagen. Die Wirtschaft profitiert zudem von einem dichten Netz verschiedener Automobilzulieferer vor Ort. Andere bedeutende Industrien sind unter anderem die Lebensmittelproduktion, das Gesundheitswesen sowie erneuerbare Energien. Wie zuvor erwähnt profitiert auch Navarra neben dem Baskenland erheblich vom Foralsystem verbunden mit der fast vollständigen Steuerautonomie. So kann Navarra signifikant auf die Unternehmensbesteuerung der Region einwirken und so ein begünstigendes Umfeld für Unternehmen schaffen. Trotz der Corona-Krise konnte Navarra im Jahr 2020 einen Außenhandelsüberschuss von EUR 3,28 Mrd. erwirtschaften. Die Ratingagentur S&P revidierte allerdings im September 2020 den Ausblick von stabil auf negativ. Das Rating von AA- wiederum wurde vor dem Hintergrund der starken diversifizierten Wirtschaft und dem vorteilhaften Steuersystem bestätigt.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

661.197

#### Hauptstadt

Pamplona

#### BIP (2019)

EUR 20,89 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2019)

EUR 32.141

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

10,3%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

19,1%

#### Bloombergticker

NAVARR

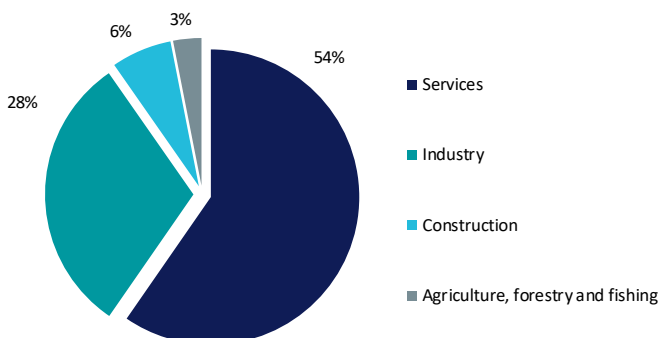
#### Ausstehendes Volumen

EUR 1,4 Mrd.

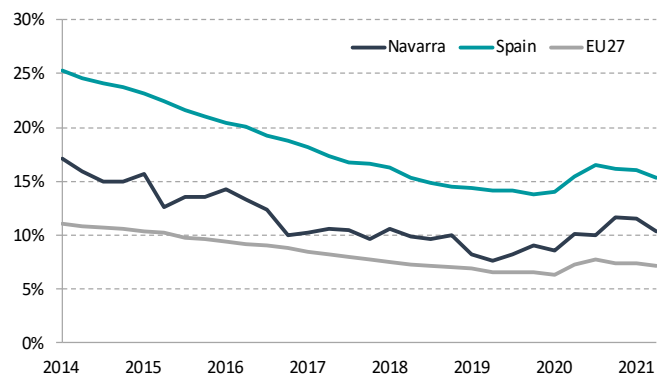
### Ratings

	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	-	-
S&P	AA-	neg

### Wirtschaftsleistung nach Sektoren



### Arbeitslosenquote im Zeitverlauf







## Asturien (PRIAST)

Asturien liegt im Nordwesten Spaniens und grenzt im Osten an Galicien, im Süden an Kastilien und Leon sowie im Westen an Kantabrien. Mit einer Fläche von rund 10.600 km<sup>2</sup> und knapp über einer Million Einwohner zählt Asturien zu den kleinsten Regionen Spaniens. Die Bevölkerungsdichte ist als moderat zu bezeichnen und ballt sich im Wesentlichen in den zentral gelegenen Städten Gijón sowie der Hauptstadt Oviedo. Die Geographie der Region führt zu einem ozeanischen Klima, das sich stark von dem allgemein heiß-trockenen Klima im Rest des Landes unterscheidet. So verdankt die Costa Verde dem grünen Landschaftsbild ihren Namen. Mit einem Anteil von 2,1% (EUR 23,8 Mrd., 2019) trägt Asturien lediglich einen Bruchteil zum spanischen Bruttoinlandsprodukt bei. Die Pro-Kopf-Verteilung zeigt mit rund EUR 23.300 einen im nationalen Vergleich durchschnittlichen Wert. Mit einer seit einigen Jahren nahezu seitwärts verlaufenden Arbeitslosenquote von zuletzt 13,6% im II. Quartal 2021 liegt Asturien etwas unter dem nationalen Durchschnitt (15,3%). Allerdings besteht eine besonders hohe Arbeitslosigkeit mit fast 40% bei den unter 25-Jährigen. Die Verschuldung der autonomen Gemeinschaft Asturien ist seit der Finanzkrise 2008 von ca. 3% des BIP auf 20% des BIP (EUR 5,1 Mrd.) in 2020 gestiegen und liegt damit im nationalen Vergleich immer noch auf einem moderaten Niveau. Eurostat zufolge lag der Großteil der Bruttowertschöpfung vor Corona in der Region mit 71,7% im tertiären Sektor, gefolgt vom sekundären Sektor (inklusive Baugewerbe) mit 26,9% und dem primären Sektor mit den restlichen 1,4%. Die größten Beiträge zum BIP leisten der Tourismus, gefolgt von der Industrie und dem öffentlichen Sektor sowie der Bau- und Immobilienwirtschaft. Vor der Pandemie zeichnete sich Asturien insbesondere durch ein wachsendes Unternehmertum aus, welches kontinuierlich seit 2016 auf über 68.000 Neugründungen im Jahr 2020 anwuchs und einen immer wichtigeren Beitrag zum Wachstum der Region liefert. Der größte Teil dieser Unternehmen ist im Dienstleistungssektor angesiedelt und beschäftigt dabei weniger als 10 Angestellte. Weiterhin prägend für die Region Asturien ist die Umstrukturierung der Bergbauindustrie, wodurch das Wirtschaftswachstum in den letzten 30 Jahren stark beeinträchtigt wurde. Im Jahresverlauf 2021 sollen die Umstrukturierungsmaßnahmen jedoch weitgehend abgeschlossen werden. Die langfristige strategische Neuausrichtung des asturischen Energiesektors sieht darin einen Umschwung von ehemals Energieexport auf künftig überwiegend Importe vor.

### Rahmendaten

#### Einwohnerzahl (2020)

1.022.205

#### Hauptstadt

Oviedo

#### BIP (2019)

EUR 23,77 Mrd.

#### BIP je Einwohner (2019)

EUR 23.299

#### Arbeitslosenquote (Q2/2021)

13,6%

#### Verschuldungsgrad (in % BIP, 2020)

20,8%

#### Bloombergticker

PRIAST

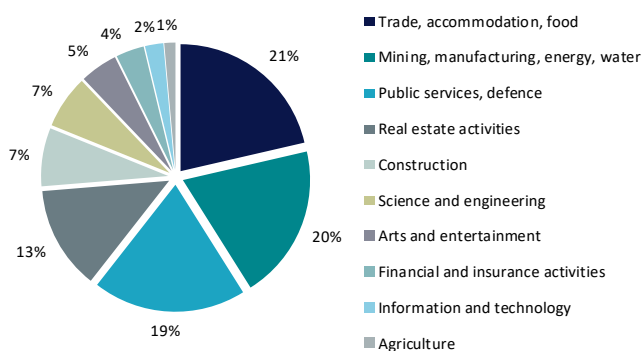
#### Ausstehendes Volumen

EUR 0,6 Mrd.

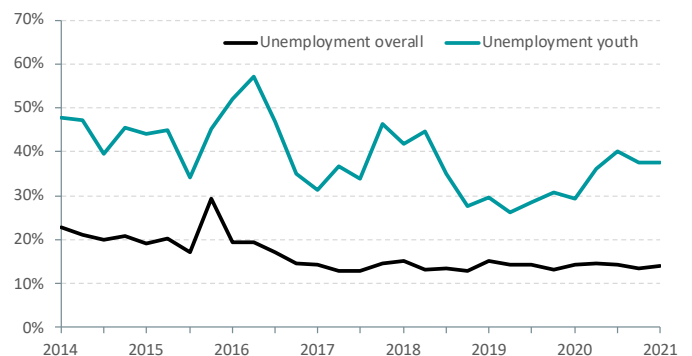
### Ratings

	Lfr.	Ausblick
Fitch	-	-
Moody's	Baa1	stab
S&P	-	-

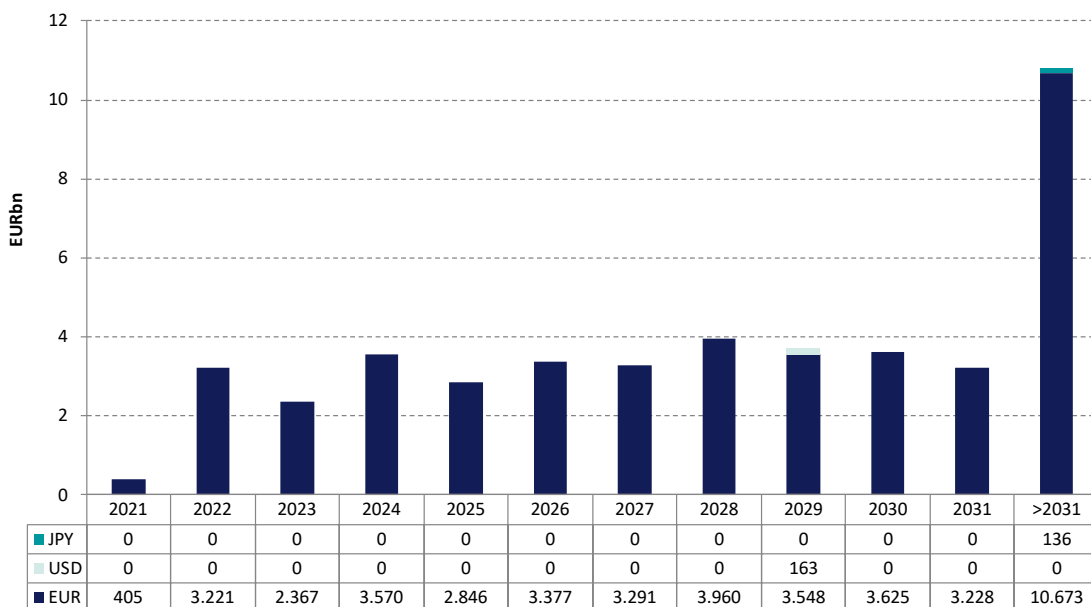
### BIP nach Sektorbeitrag



### Arbeitslosenquote im Zeitverlauf



### Ausstehende Anleihen aller spanischer Regionen

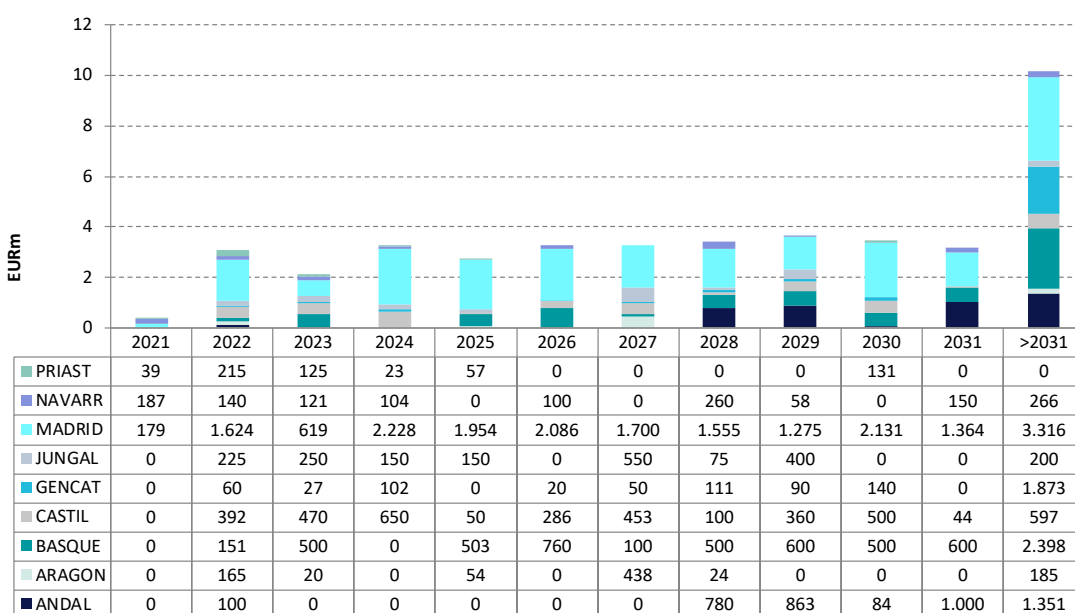


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Volumen des Sub-Segmentes spanische Regionen

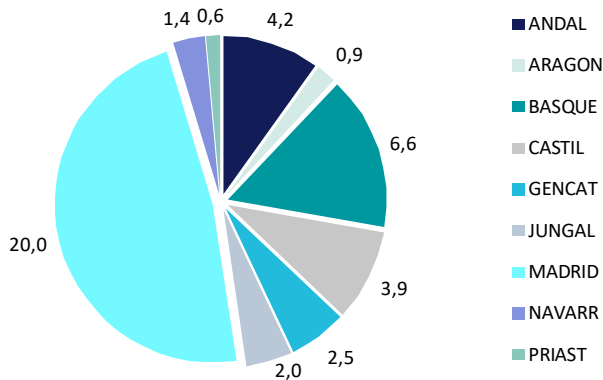
Der Gesamtmarkt spanischer Regionen umfasst EUR 44,4 Mrd. (EUR-Äquivalent) verteilt auf 198 Anleihen. Davon sind 196 Bonds (EUR 44,1 Mrd.) in EUR denominated, es findet sich nur je eine Anleihe in USD bzw. JPY. MADRID dominiert das Marktgeschehen mit EUR 20,0 Mrd., gefolgt von BASQUE (EUR 6,6 Mrd.), ANDAL (EUR 4,2 Mrd.) und CASTIL (EUR 3,9 Mrd.). 33 der 198 Anleihen erfüllen das Benchmarkformat, umfassen also EUR 500 Mio. oder mehr. MADRID erreicht zweimal fast EUR 2 Mrd., die kleinste Anleihe umfasst EUR 5 Mio.

### Ausstehende Anleihen ausgewählter spanischer Regionen dieser Fokusstudie

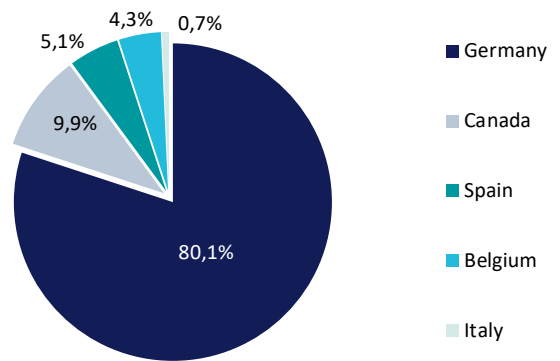


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

**Verteilung der betrachteten Regionen in EUR Mrd.**



**Staatengewichtung innerhalb des iBoxx EUR Regions**

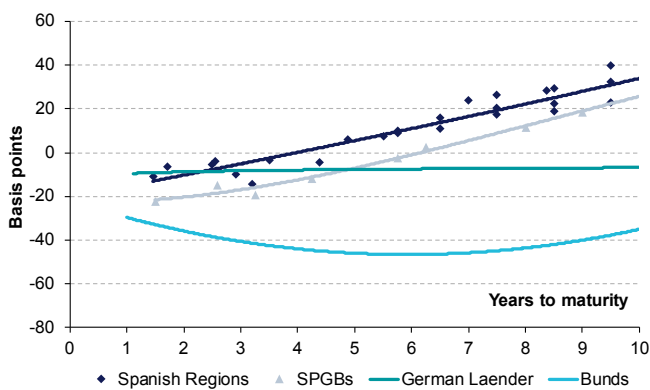


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

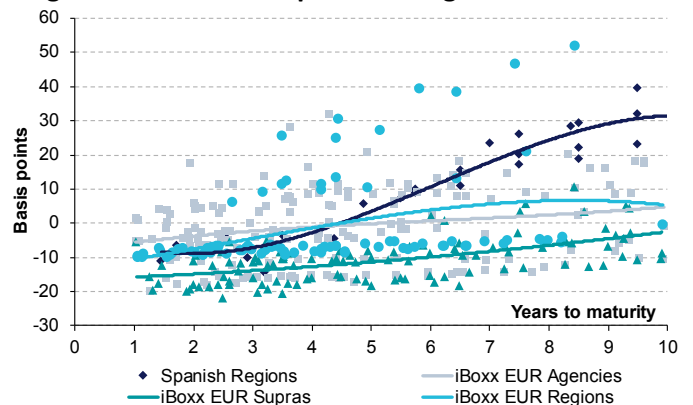
**Spanische Regionen im iBoxx Regions und Spreadbetrachtung**

Wie oben dargelegt umfasst der gesamte spanische Markt für Regionalanleihen EUR 44,4 Mrd., wovon EUR 20,0 Mrd. auf den Ticker MADRID entfallen. Weltweit das Nonplusultra bleiben deutsche Bundesländer mit 80,1% in der iBoxx EUR Regions-Zusammensetzung. Spanische Regionen folgen mit 5,1% auf Platz 3 nach Kanada (9,1%). Belgien und Italien folgen auf den Plätzen. Abgesehen von den Volumen eignen sich natürlich auch Spreadeinordnungen: Verglichen mit dem iBoxx EUR Regions handeln die spanischen Regionen mit ab fünf Jahren Laufzeit mit Aufschlägen. Am langen Ende beträgt die Spreaddifferenz fast +30bp. Deutlicher fallen die Unterschiede versus Agencies und Supras aus. Verglichen mit den durchschnittlich noch besser gerateten Supras und der i.d.R. deutlich höheren Liquidität der Bonds dieser regelmäßigen Emittenten ist dies wenig überraschend. Insgesamt weisen spanische Regionen mit ihren Peers die weitesten Spreads auf und könnten so – bei eingeschränkter Liquidität – Pick-ups für Investoren generieren. Zudem sind wohlmöglich alle Emittenten aufgeschlossen für Private Placements und gewisse Renditevorstellungen von institutionellen Investoren. Einen guten Überblick hat auch unsere Veranstaltung „Beyond Bundesländer“ im März 2021 geliefert, bei der sich diverse Regionen als Investmentalternative vorgestellt haben.

**Generische ASW-Spreads im Vergleich**



**Vergleich ASW-Kurven spanische Regionen vs. iBoxx**



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research; Daten vom 28.10.2021 eod

### Regulatorische Übersicht für RGLAs\* / \*\* (Beispiele)

Emittent	Risikogewicht	LCR-Klassifizierung	NSFR-Klassifizierung	Solvency II-Klassifizierung
Belgische Regionen	0%	Level 1	0%	präferiert (0%)
Deutsche Bundesländer	0%	Level 1	0%	präferiert (0%)
Französische Regionen	20%	Level 2A	15%	präferiert (0%)
Italienische Regionen	20%	Level 2A	15%	nicht-präferiert (Einzelfallprüfung)
<b>Spanische Regionen</b>	<b>0%</b>	<b>Level 1</b>	<b>0%</b>	<b>präferiert (0%)</b>

\*Regional governments and local authorities

\*\* Anmerkung: Das aktuelle LCR-Level ist ohne explizite Garantie des jeweiligen Nationalstaates abhängig vom jeweiligen Rating (siehe CQS-Einstufung sowie LCR-Klassifizierung von Aktiva).

Quelle: NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Ausnahmen vom Geltungsbereich der Leverage Ratio (CRD IV Art. 2 Nr. 5) (Beispiele)

EU	Zentralbanken der Mitgliedstaaten
Belgien	Institut de Réescompte et de Garantie/- Herdiscontering- en Waarborginstituut
Deutschland	Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), Unternehmen, die aufgrund des Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes als Organe der staatlichen Wohnungspolitik anerkannt sind und nicht überwiegend Bankgeschäfte betreiben, sowie Unternehmen, die aufgrund dieses Gesetzes als gemeinnützige Wohnungsunternehmen anerkannt sind (z.B. Rentenbank, L-Bank, IFBHH, IBSH etc.)
Frankreich	Caisse des Dépôts et Consignations (CDC)
Italien	Cassa Depositi e Prestiti (CDP)
<b>Spanien</b>	<b>Instituto de Crédito Oficial (ICO)</b>

Quelle: CRD IV, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Regionale und lokale Gebietskörperschaften (Solvency-Stressfaktorzuordnung von 0% möglich; Beispiele)

Land	Gebietskörperschaften
Belgien	Gemeinden (Communauté/Gemeenschappen), Regionen (Régions/Gewesten), Städte (Communes, Gemeenten) & Provinzen (Provinces, Provincies)
Deutschland	Bundesländer, Gemeinden & Gemeindeverbände
Frankreich	Regionen (région), Kommunen (commune), Départements
<b>Spanien</b>	<b>Autonome Regionen (comunidades autónomas) und Gemeindeverwaltungen (corporación local)</b>

Quelle: (EU) 2015/2011, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

#### Zusammenfassung für spanische Regionen

<b>Risikogewichtung</b>	0%
<b>LCR-Klassifizierung</b>	Level 1
<b>NSFR-Klassifizierung</b>	0%
<b>Solvency II-Klassifizierung</b>	Präferiert (0%)

Quelle: NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

#### Haftungsmechanismus

Seitens des spanischen Königreiches existiert eine explizite Garantie für die autonomen Gemeinschaften – das können nicht einmal deutsche Bundesländer bieten (Prinzip der Bundestreue ist implizit). Der vertikale und horizontale Finanzausgleichsmechanismus durch die drei oben beschriebenen Elemente sorgt für finanzielle Stabilität. Als wirtschaftlich starke autonome Gemeinschaften profitieren zudem das Baskenland und Navarra von dem ebenfalls weiter oben beschriebenen Foralsystem, welches beiden Regionen eine weitreichende finanzpolitische Autonomie gewährt.

Issuer (Ticker)	Einwohner (2020)	Arbeitslosenquote (Q2 2021)	BIP pro Kopf (2019)*	Ausstehendes Volumen	Anzahl Bonds	Rating
<b>ANDAL</b>	<b>8.501.450</b>	<b>21,58%</b>	<b>19.633</b>	<b>EUR 4,2 Mrd.</b>	<b>18</b>	<b>(BBB- / Baa2 / BBB+)</b>
<b>ARAGON</b>	<b>1.320.586</b>	<b>10,73%</b>	<b>28.727</b>	<b>EUR 0,9 Mrd.</b>	<b>10</b>	<b>(- / - / BBB+)</b>
BALEAR	1.219.423	15,17%	23.299	EUR 0,6 Mrd.	3	(- / - / BBB+)
<b>BASQUE</b>	<b>2.185.605</b>	<b>10,02%</b>	<b>34.142</b>	<b>EUR 6,6 Mrd.</b>	<b>18</b>	<b>(A- / A3 / AA-)</b>
CANARY	2.244.423	24,71%	21.244	EUR 0,4 Mrd.	5	(BBB- / - / A)
<b>CASTIL</b>	<b>2.381.281</b>	<b>12,59%</b>	<b>24.886</b>	<b>EUR 3,9 Mrd.</b>	<b>22</b>	<b>(- / Baa1 / -)</b>
CCANTA	581.078	11,79%	24.383	-	-	(BBB- / - / -)
<b>GENCAT</b>	<b>7.716.760</b>	<b>12,28%</b>	<b>34.645</b>	<b>EUR 2,5 Mrd.</b>	<b>19</b>	<b>(- / Baa2 / -)</b>
<b>JUNGAL</b>	<b>2.701.819</b>	<b>12,40%</b>	<b>23.873</b>	<b>EUR 2,0 Mrd.</b>	<b>8</b>	<b>(- / Baa1 / A)</b>
JUNTEX	1.057.999	19,15%	19.454	EUR 0,5 Mrd.	9	(- / Baa2 / BBB)
LRIOJA	316.197	11,52%	28.200	EUR 0,03 Mrd.	1	(BBB- / - / -)
<b>MADRID</b>	<b>6.752.763</b>	<b>12,09%</b>	<b>35.913</b>	<b>EUR 20,0 Mrd.</b>	<b>50</b>	<b>(BBB / Baa1 / A-)</b>
MANCHA	2.049.455	16,58%	21.004	EUR 0,6 Mrd.	6	(BBB- / Ba1 / -)
MURCIA	1.513.161	13,15%	21.642	EUR 0,1 Mrd.	3	(BBB- / Ba1 / -)
<b>NAVARR</b>	<b>661.197</b>	<b>10,30%</b>	<b>32.141</b>	<b>EUR 1,4 Mrd.</b>	<b>15</b>	<b>(- / - / AA-)</b>
<b>PRIAST</b>	<b>1.022.205</b>	<b>13,64%</b>	<b>23.299</b>	<b>EUR 0,6 Mrd.</b>	<b>8</b>	<b>(- / Baa1 / -)</b>
VALMUN	5.045.885	16,37%	23.206	EUR 0,1 Mrd.	3	(BBB- / Ba1 / BB)
Spanien	47.394.223	15,26%	26.426	EUR 1.021 Mrd.	53	(A- / Baa1 / A)

\*Daten von 2020 liegen noch nicht für alle autonomen Gemeinschaften vor. Spanien (2020): EUR 23.640

Quelle: Bloomberg, INE, European Commission, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

### EZB-Ankaufprogramme

Interessant ist der Blick auf die Ankaufstätigkeit des Eurosystems. Bisher wurden mit ANDAL, ARAGON, BASQUE, JUNGAL, CASTIL, NAVARR sowie MADRID und neuerdings auch GENCAT Papiere von acht der neun in diesem Artikel näher beleuchteten Emittenten angekauft. Dazu kommt der Emittent BALEAR, womit insgesamt neun der 16 am Kapitalmarkt vertretenen spanischen autonomen Regionen im Rahmen des APP bzw. PEPP angekauft wurden. Auffallend war, dass sich bis vor Kurzem keine Bonds von GENCAT im Portfolio des Eurosystems finden. Die Katalanen erfüllten aufgrund des Ratings die Ankaufbedingungen des Eurosystems für das PSPP nicht (vgl. Covered Bond & SSA View 07/2021), so ging es auch Griechenland. Im Rahmen des PEPP werden allerdings auch Anleihen aus dem Non-Investment-Grade erworben. Nach Anzahl der angekauften ISINs sind spanische autonome Gemeinschaften nach den deutschen Bundesländern die am häufigsten angekauften subnationalen Emittenten. Zum Vergleich: Insgesamt wurden 514 unterschiedliche ISINs deutscher Bundesländer angekauft, 49 ISINs spanischer autonomer Gemeinschaften und 41 belgischer Regionen.

### Madrid folgt mit nachhaltigen Anleihen einem globalen Trend

Mit Madrids strategischer Ausrichtung auf Sustainable Bonds bei der Refinanzierung folgt die Region zwar einem zunehmenden Trend am Primärmarkt, jedoch nimmt sie damit auf nationaler Ebene eine Vorreiterrolle ein. Auch im vergangenen Jahr ist das kumulierte Volumen von Neuemissionen in allen drei nachhaltigen Anleiheklassen (Green, Social und Sustainable Bonds) deutlich gewachsen. So wurde in 2020 durch die Begebung von Anleihen im ESG-Segment mit einem Volumen von EUR 425 Mrd. das Vorjahresvolumen um 60% übertroffen. Unser NORD/LB ESG Update (Februar 2021) identifizierte dabei Social Bonds als wachstumsstärkstes Teilsegment mit einer Steigerung des Volumens an Neuemissionen von noch EUR 16 Mrd. in 2019 pandemiegetrieben auf bereits EUR 138 Mrd. per Ende Dezember 2020. Madrid positionierte sich bereits 2016 am Kapitalmarkt mit einem als führender Emittent Spaniens im Segment der ESG-Anleihen. Dabei reicht das madrilenische Portfolio bereits von Social, über Sustainable bis Green in unterschiedlichen Laufzeiten und teils erheblichen Volumina.

**Fazit**

Vor dem Hintergrund, dass sich in 2020 das Niedrigzinsumfeld noch einmal verschärft und in 2021 nur mäßig erholt hat, ergeben sich in gewissen Nischen immer wieder interessante Investmentmöglichkeiten – teilweise verstärkt durch das nach wie vor dynamische Infektionsgeschehen der Corona-Pandemie. So sind auch unsere Studien zu kanadischen Provinzen bzw. Down Under (australische Bundesstaaten und Auckland Council) zu interpretieren. Sie ergänzen das klassische SSA-Portfolio um Laufzeit und/oder Rendite, tragen aber in jedem Fall zur Diversifikation bei. Dass hier immer wieder Opportunitäten entstehen, zeigt das wachsende Interesse an spanische und portugiesischen Regionen. Wenngleich der spanische Markt für Regionalanleihen – also abseits von Staatsanleihen – mit EUR 44,4 Mrd. trotz seines Wachstums in den vergangenen Jahren weiterhin als Nische bezeichnet werden darf, umfassen Bonds der Region Madrid wenig überraschend das größte Volumen. Interessant ist, dass es kaum Währungsdiversifikation gibt (zwei von 198 Anleihen ins USD bzw. JPY). Nicht zuletzt, weil das Eurosystem im Rahmen des PSPP bzw. PEPP auch bereits umfangreich spanische Bonds erworben hat, stehen Emittenten der zweiten und dritten Reihe immer mal wieder im Fokus sich selten bietender Investmentalternativen. Diese Titel sind somit aus Renditegesichtspunkten und auch regulatorisch interessant sowie die Emittenten für Private Placements zugänglich. Es gilt zu beobachten, wie erfolgreich Spanien das Infektionsgeschehen in der Corona-Pandemie weiterhin bewältigen kann. Einige autonome Gemeinschaften, darunter insbesondere die wirtschaftlich starken Regionen, konnten sich von dem historischen Einbruch der Wirtschaftsleistung im Jahresverlauf 2020 deutlich schneller erholen als erwartet. Ein Kritikpunkt unsererseits ist die Qualität der Investor Relations-Auftritte vieler autonomer Gemeinschaften. Die Internetpräsenz diverser Emittenten ist deutlich ausbaufähig und oftmals sind die Investorenpräsentationen – sofern überhaupt vorhanden – veraltet und/oder unübersichtlich. Die Zugänglichkeit von Informationsmaterial für Analysten und Investoren würden wir künftig gern ausgebaut wissen, um der Heterogenität der unterschiedlichen Emittenten angemessen begegnen zu können.

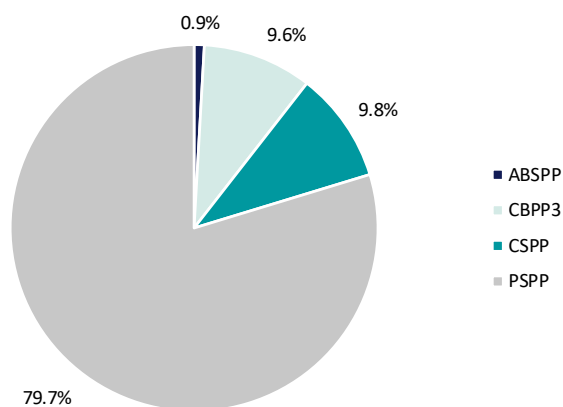
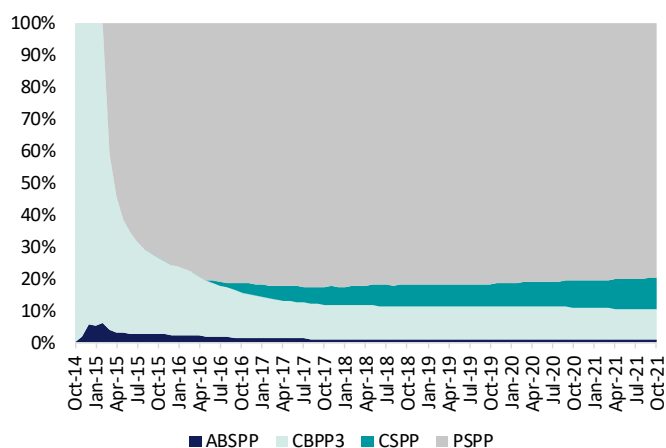
## EZB-Tracker

### Asset Purchase Programme (APP)

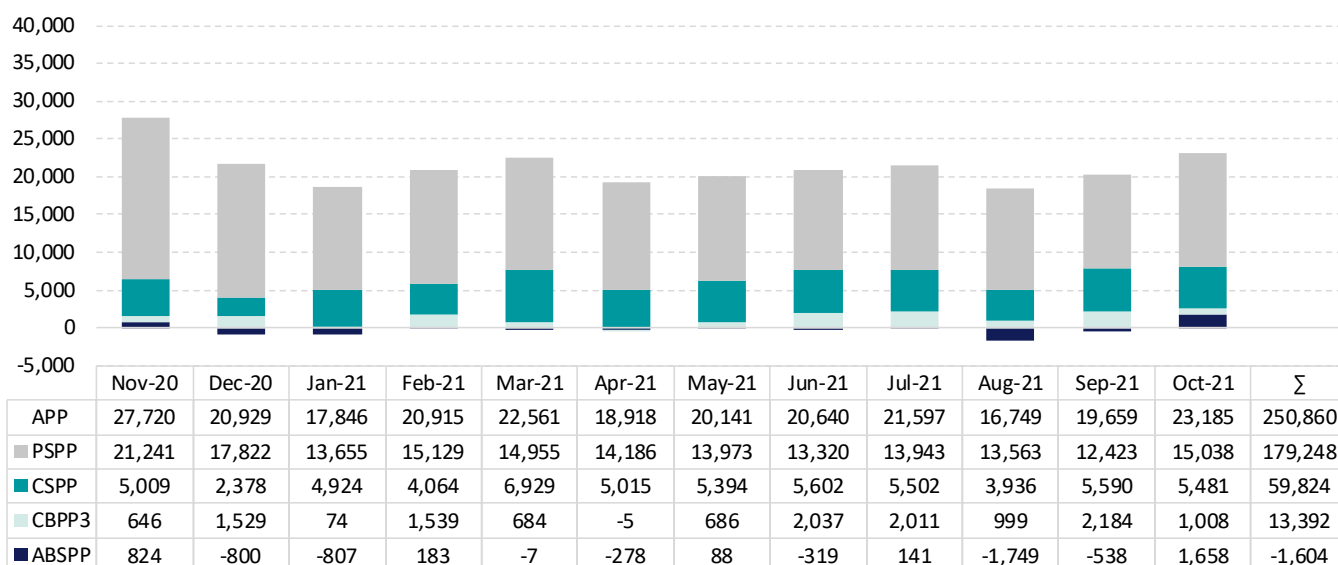
#### Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Sep-21	26,013	296,590	296,403	2,449,278	3,068,284
Oct-21	27,671	297,598	301,885	2,464,316	3,091,470
$\Delta$	+1,658	+1,008	+5,481	+15,038	+23,185

#### Portfoliostruktur



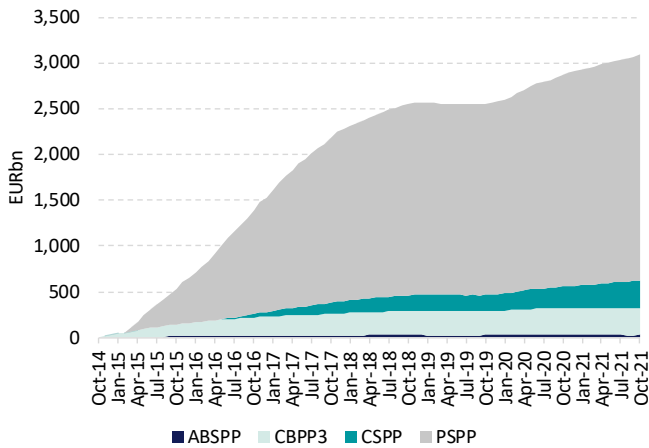
#### Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



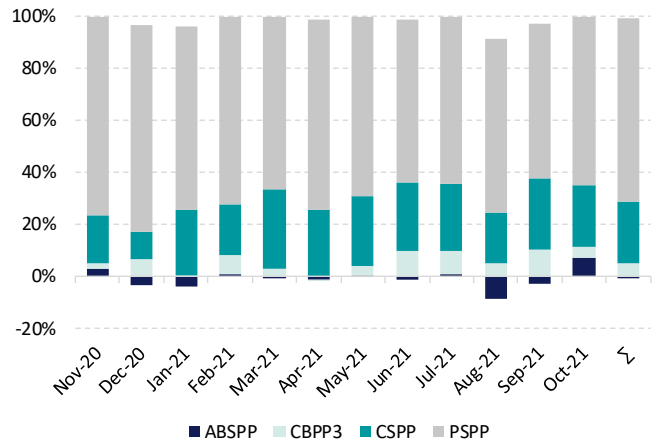
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research



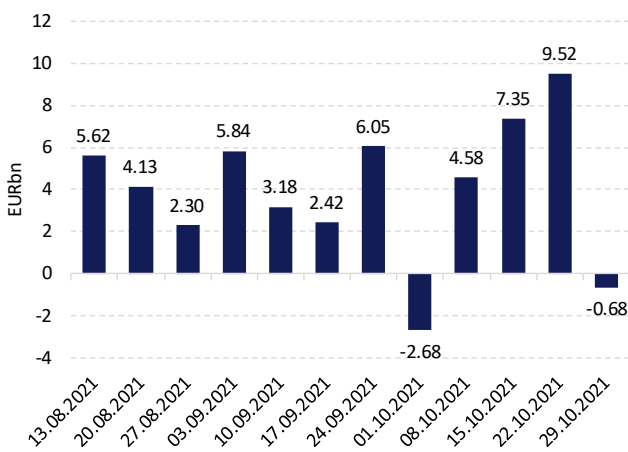
### Portfolioentwicklung



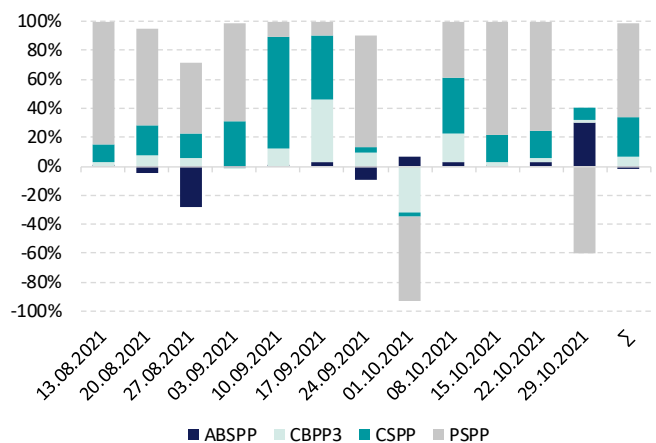
### Verteilung der monatlichen Ankäufe



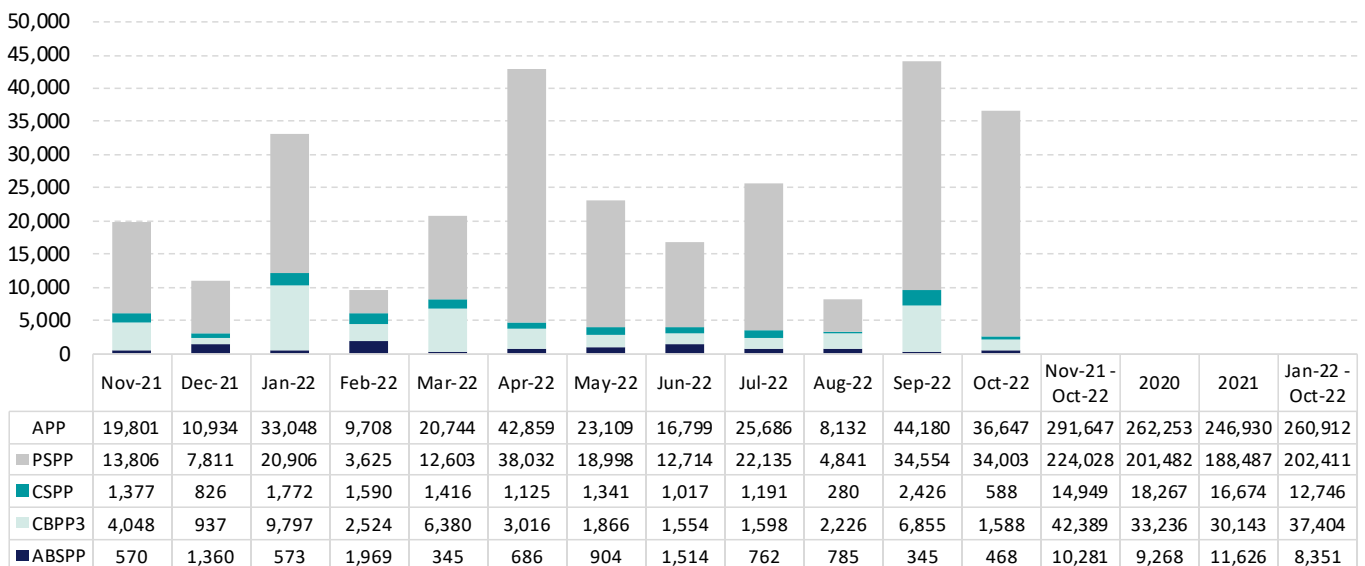
### Wöchentliches Ankaufsvolumen



### Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



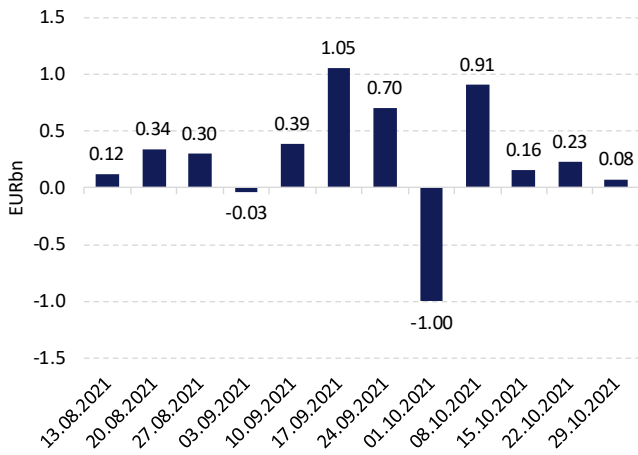
### Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



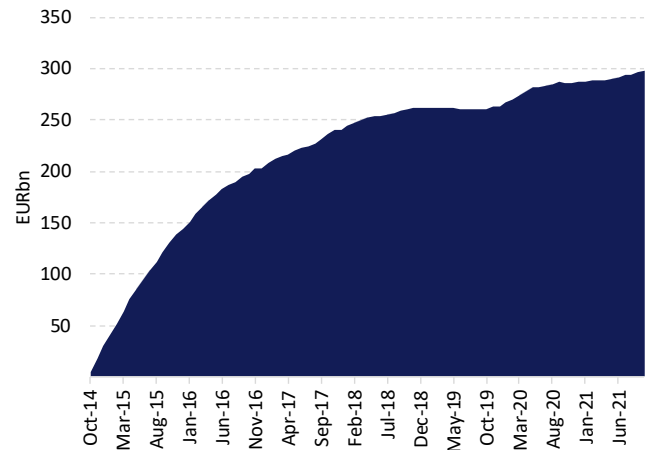
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

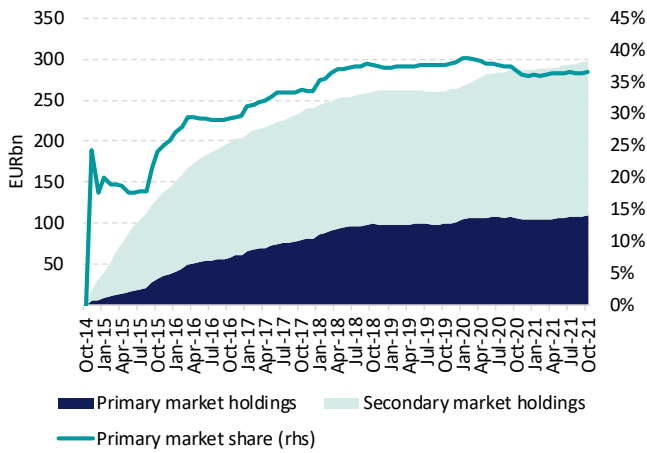
#### Wöchentliches Ankaufvolumen



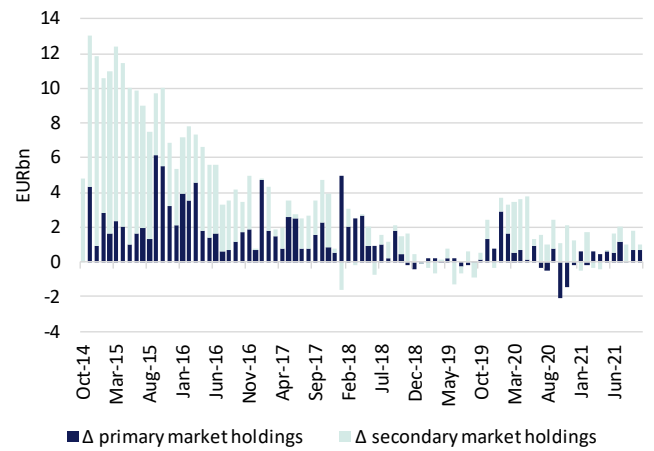
#### Entwicklung des CBPP3-Volumens



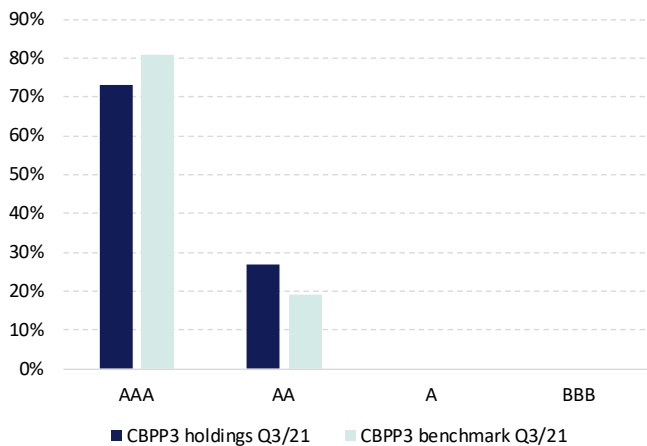
#### Primär-/Sekundärmarktanteile



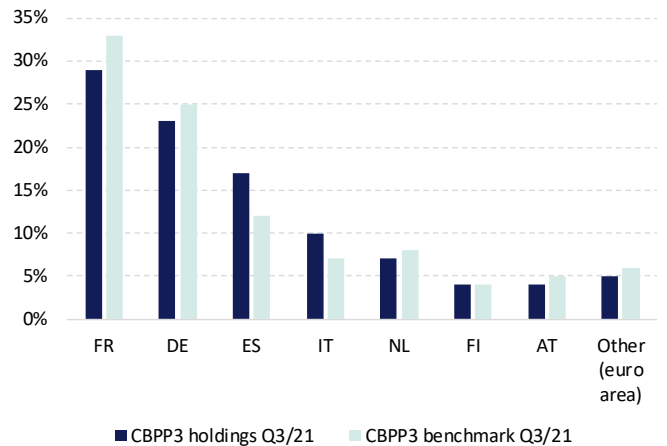
#### Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile



#### CBPP3-Struktur nach Ratings

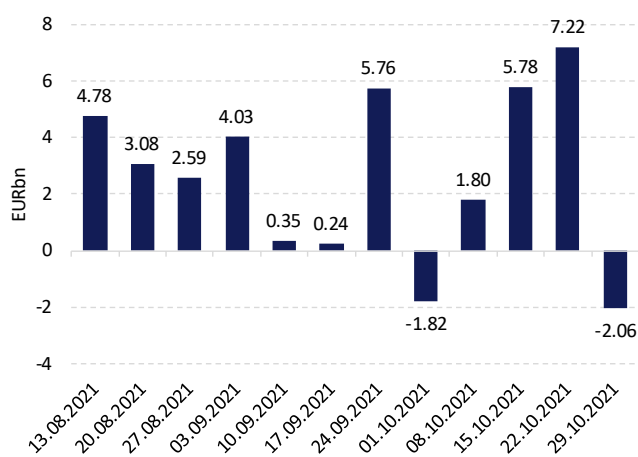


#### CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

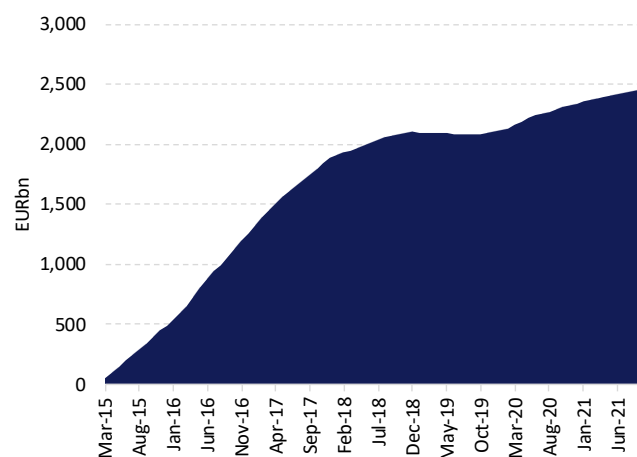


## Public Sector Purchase Programme (PSPP)

### Wöchentliches Ankaufsvolumen



### Entwicklung des PSPP-Volumens



### Gesamtverteilung der PSPP-Ankäufe per Monatsende

Jurisdiktion	Adjustierter Verteilungsschlüssel <sup>1</sup>	Bestand (in EURm)	Erwartete Ankäufe <sup>2</sup> (EURm)	Differenz (EURm)	Ø Restlaufzeit <sup>3</sup> (in Jahren)	Marktdurchschnitt <sup>3</sup> (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	2.7%	71,416	70,316	1,100	7.5	7.6	-0.1
BE	3.4%	89,945	87,525	2,420	8.0	10.2	-2.2
CY	0.2%	4,040	5,169	-1,129	9.9	8.8	1.1
DE	24.3%	623,378	633,307	-9,929	6.6	7.6	-1.0
EE	0.3%	406	6,767	-6,361	9.2	7.5	1.7
ES	11.0%	305,248	286,476	18,772	8.0	8.4	-0.4
FI	1.7%	40,185	44,129	-3,944	6.9	7.7	-0.8
FR	18.8%	507,890	490,673	17,217	7.2	8.1	-0.9
GR	0.0%	0	0	0	0.0	0.0	0.0
IE	1.6%	40,502	40,682	-180	8.5	10.1	-1.6
IT	15.7%	433,577	408,131	25,446	7.1	7.9	-0.8
LT	0.5%	5,345	13,904	-8,559	10.2	10.6	-0.4
LU	0.3%	3,777	7,914	-4,137	5.6	7.2	-1.7
LV	0.4%	3,191	9,361	-6,170	11.3	10.4	0.9
MT	0.1%	1,268	2,520	-1,252	9.5	9.2	0.3
NL	5.4%	124,615	140,791	-16,176	7.7	9.0	-1.4
PT	2.2%	49,790	56,228	-6,438	7.0	7.2	-0.2
SI	0.4%	10,091	11,568	-1,477	9.9	10.2	-0.3
SK	1.1%	16,781	27,513	-10,732	8.2	8.3	-0.1
SNAT	10.0%	271,856	260,330	11,526	7.7	8.9	-1.2
<b>Total / Avg.</b>	<b>100.0%</b>	<b>2,603,303</b>	<b>2,603,303</b>	<b>0</b>	<b>7.3</b>	<b>8.2</b>	<b>-0.9</b>

<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras und die Disqualifikation Griechenlands

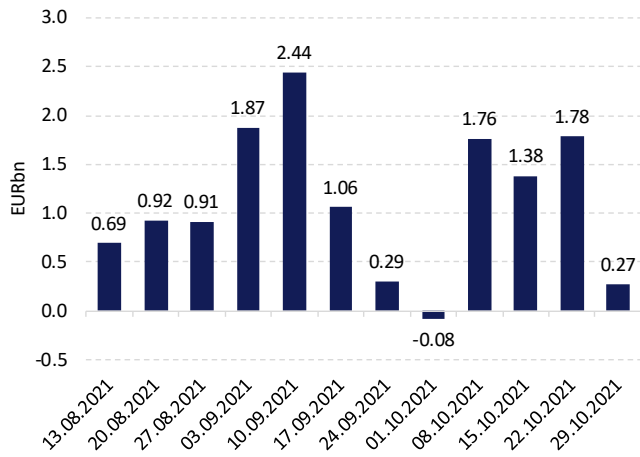
<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel

<sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PSPP ankaufbaren Anleihen (halbjährliche Daten, Q1/2021)

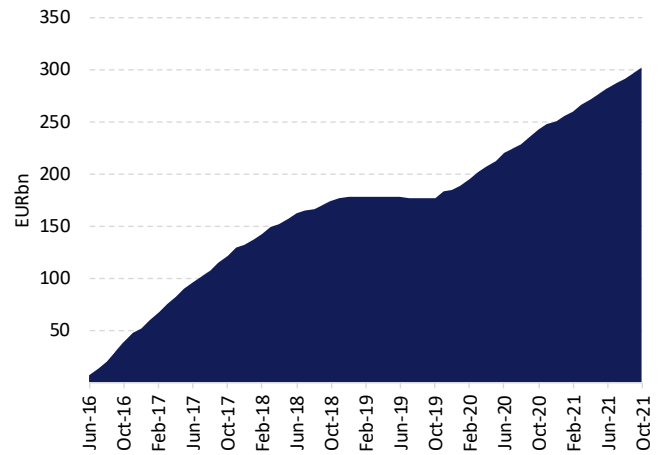
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

### Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

#### Wöchentliches Ankaufvolumen

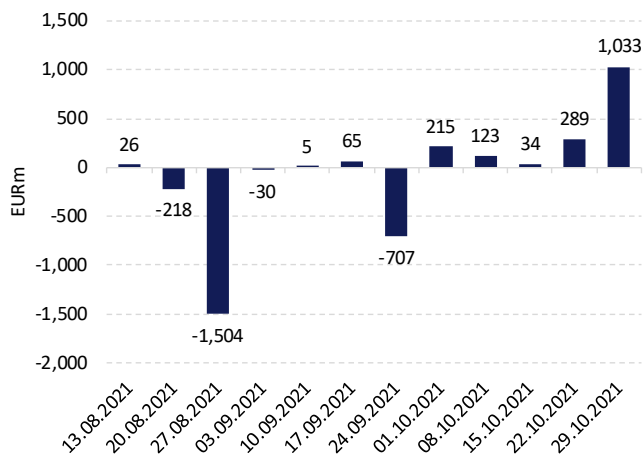


#### Entwicklung des CSPP-Volumens

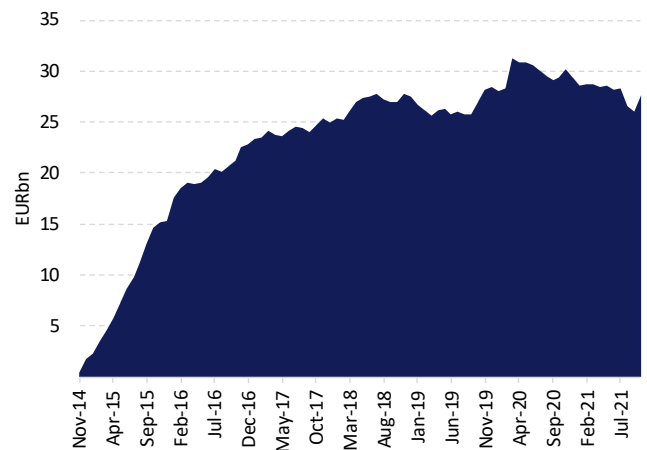


### Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)

#### Wöchentliches Ankaufvolumen



#### Entwicklung des ABSPP-Volumens



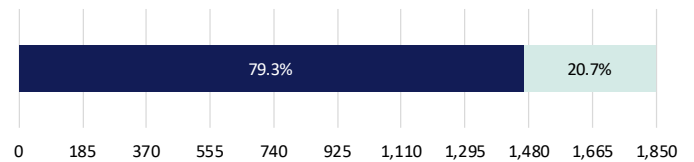
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

## Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

### Volumen des Ankaufprogramms (in EURm)

	PEPP
Sep-21	1,412,291
Oct-21	1,480,146
$\Delta$	+67,855

### Bereits investiertes Volumen (in EURbn)



### Geschätzte Portfolioentwicklung

#### Angenommenes künftiges Ankauftempo

#### Wöchentliches Netto-Ankaufvolumen

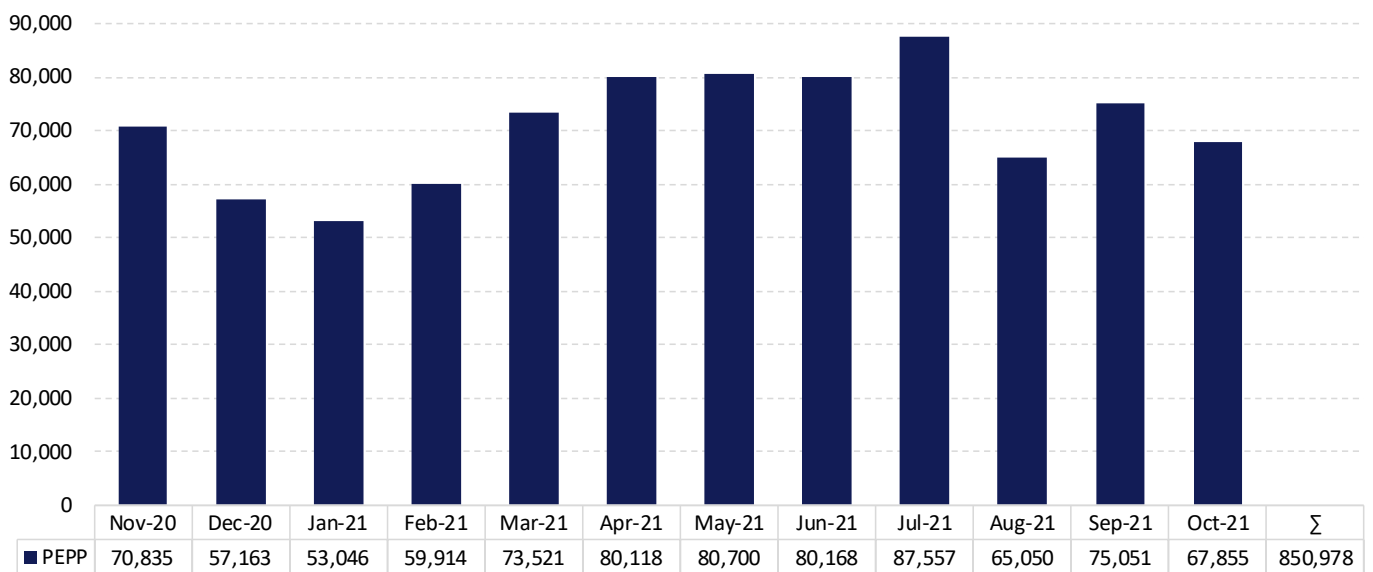
#### PEPP-Limit erreicht in ...

Durchschnittliches bisher angekauftes  
wöchentliches Nettovolumen

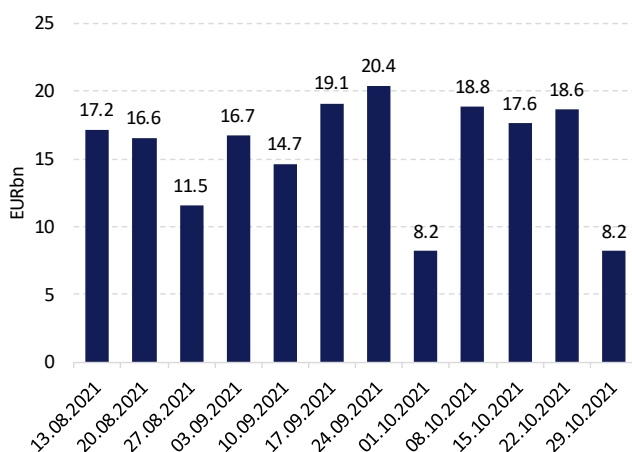
EUR 17.7bn

22 Wochen (01.04.2022)

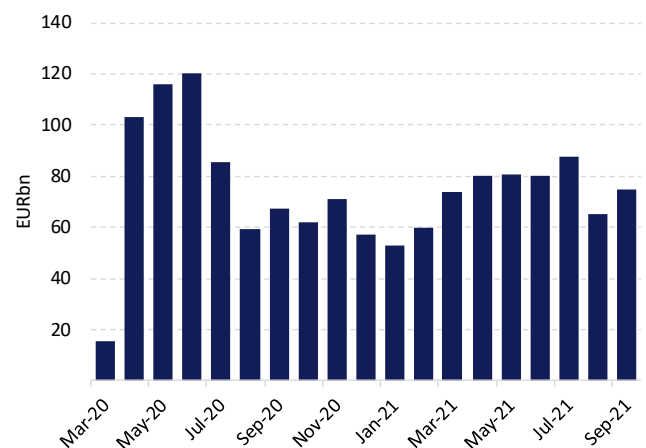
### Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



### Wöchentliches Ankaufvolumen



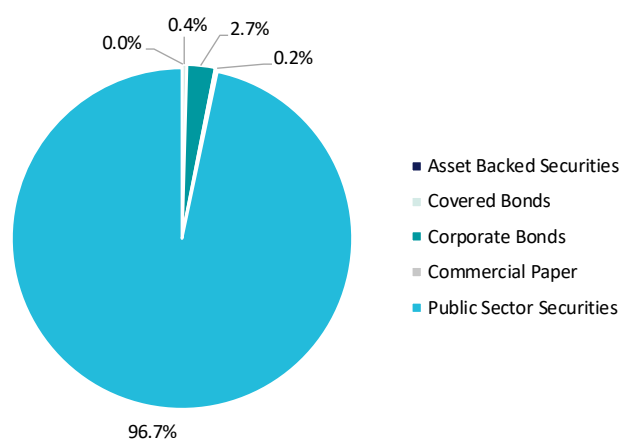
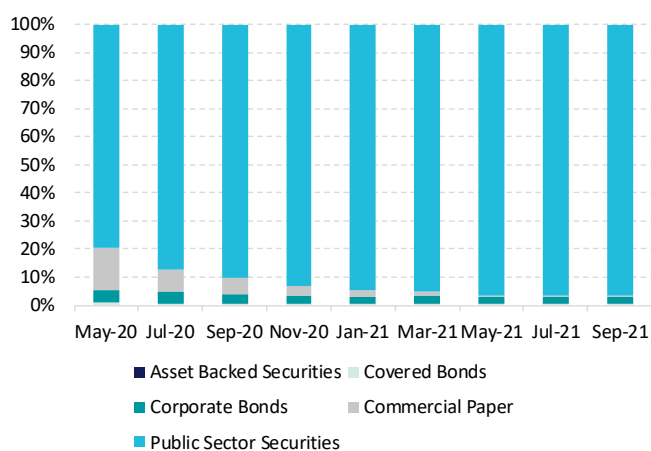
### Entwicklung des PEPP-Volumens



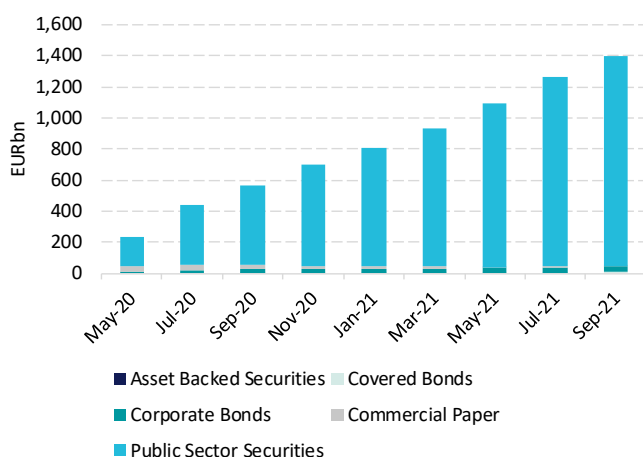
### Volumina der Assetklassen (in EURm)

	Asset-backed Securities	Covered Bonds	Corporate Bonds	Commercial Paper	Public Sector Securities	PEPP
Jul-21	0	5,379	33,684	3,861	1,220,424	1,263,348
Sep-21	0	6,079	37,139	3,314	1,353,076	1,399,609
$\Delta$	0	+707	+3,489	-545	+136,451	+140,101

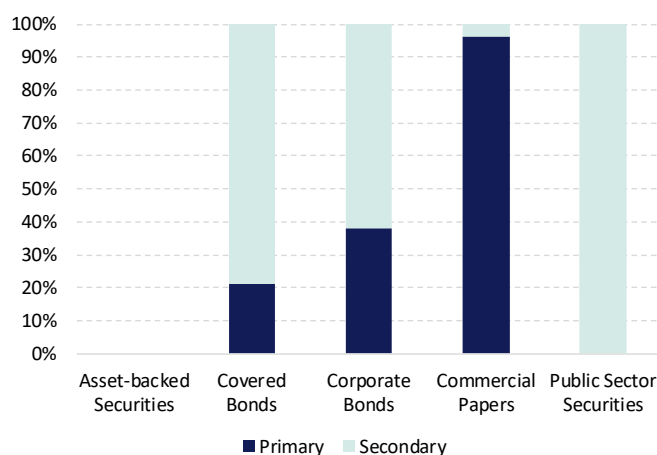
### Portfoliostruktur



### Portfolioentwicklung



### Anteil der Primär-/Sekundärmarktankäufe



### Überblick über Private Sector Assets unter dem PEPP

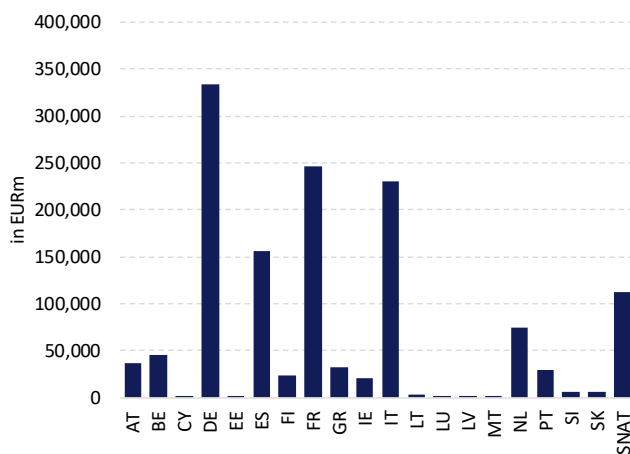
September 2021	Asset-backed Securities		Covered Bonds		Corporate Bonds		Commercial Paper	
	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär	Primär	Sekundär
Bestand in EURm	0	0	1,298	4,781	14,113	23,026	3,191	123
Anteil	0.0%	0.0%	21.4%	78.7%	38.0%	62.0%	96.3%	3.7%

Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

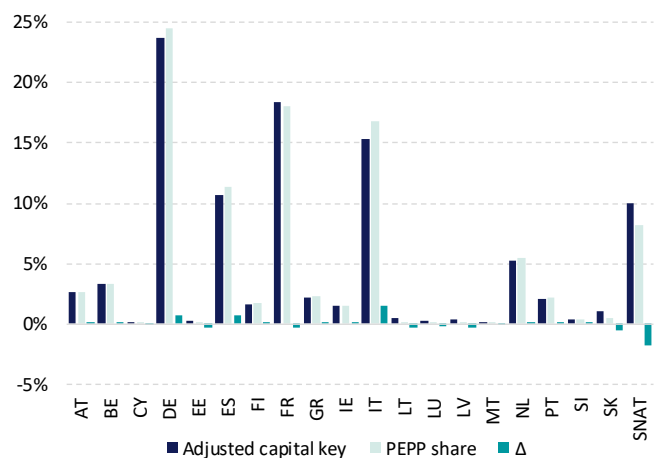
## Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Adj. Verteilungsschlüssel <sup>1</sup>	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel <sup>2</sup>	Ø Restlaufzeit (in Jahren)	Marktdurchschnitt <sup>3</sup> (in Jahren)	Differenz (in Jahren)
AT	36,922	2.6%	2.7%	0.1%	8.5	7.2	1.4
BE	46,226	3.3%	3.4%	0.1%	6.7	9.1	-2.4
CY	2,308	0.2%	0.2%	0.0%	9.0	8.0	1.0
DE	334,500	23.7%	24.5%	0.8%	6.2	6.8	-0.6
EE	256	0.3%	0.0%	-0.2%	8.7	7.0	1.7
ES	155,773	10.7%	11.4%	0.7%	8.1	7.5	0.6
FI	23,292	1.7%	1.7%	0.1%	7.4	7.6	-0.2
FR	246,513	18.4%	18.1%	-0.3%	8.4	7.6	0.8
GR	32,185	2.2%	2.4%	0.1%	9.2	9.7	-0.5
IE	21,486	1.5%	1.6%	0.0%	8.8	9.2	-0.4
IT	230,234	15.3%	16.9%	1.6%	7.0	6.9	0.0
LT	2,767	0.5%	0.2%	-0.3%	11.5	10.4	1.1
LU	1,854	0.3%	0.1%	-0.2%	6.8	6.2	0.5
LV	1,532	0.4%	0.1%	-0.2%	9.3	9.3	0.0
MT	383	0.1%	0.0%	-0.1%	9.7	9.0	0.7
NL	74,352	5.3%	5.4%	0.2%	7.2	8.2	-1.1
PT	30,245	2.1%	2.2%	0.1%	7.0	7.2	-0.3
SI	6,003	0.4%	0.4%	0.0%	9.5	9.3	0.2
SK	6,892	1.0%	0.5%	-0.5%	9.1	8.2	0.9
SNAT	111,925	10.0%	8.2%	-1.8%	10.9	8.5	2.4
<b>Total / Avg.</b>	<b>1,365,650</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>7.7</b>	<b>7.5</b>	<b>0.2</b>

## Bestand Öffentlicher Anleihen nach Jurisdiktionen



## Abweichungen vom adjustierten Kapitalschlüssel

<sup>1</sup> Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras<sup>2</sup> Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel <sup>3</sup> Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research

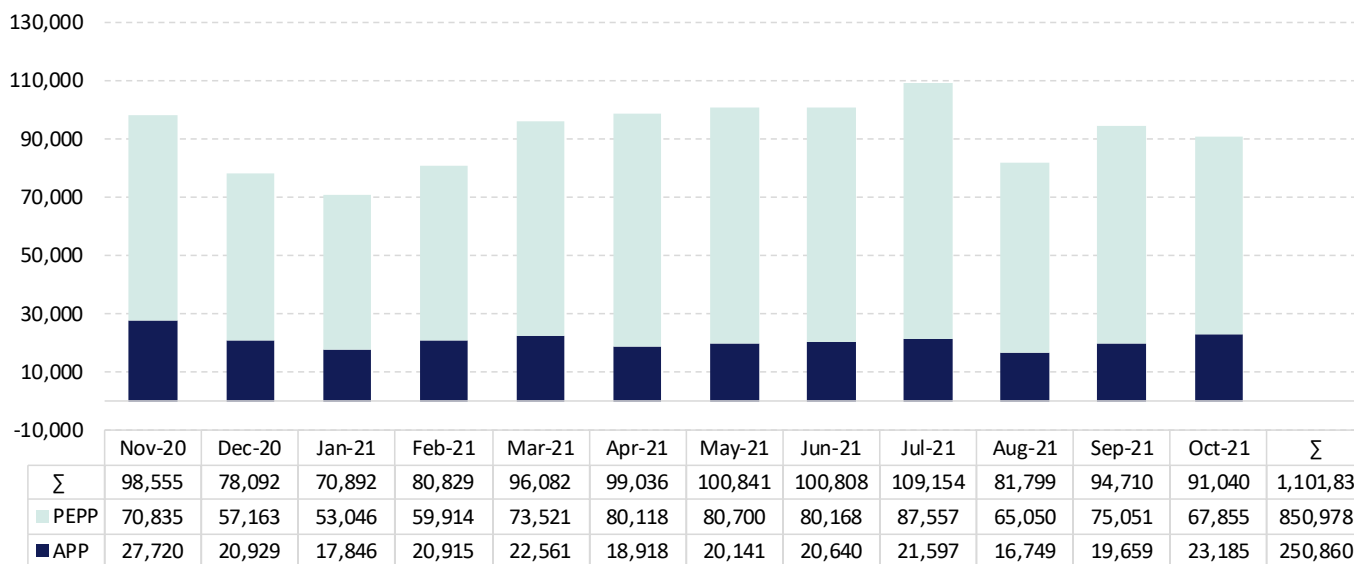


## Aggregierte Ankaufaktivität unter dem APP und PEPP

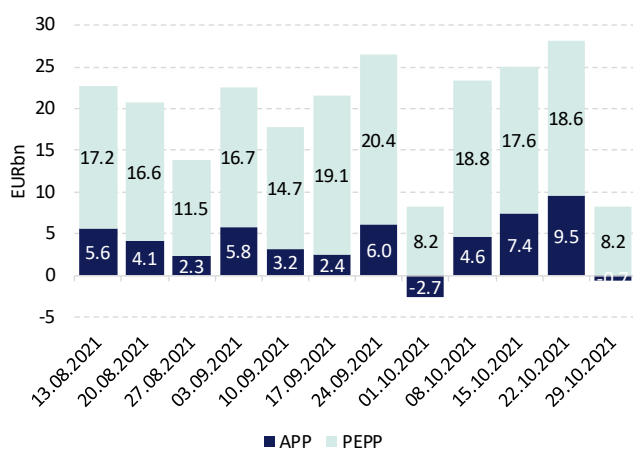
## Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	APP	PEPP	APP & PEPP
Sep-21	3,068,284	1,412,291	4,480,575
Oct-21	3,091,470	1,480,146	4,571,616
$\Delta$	+23,185	+67,855	+91,040

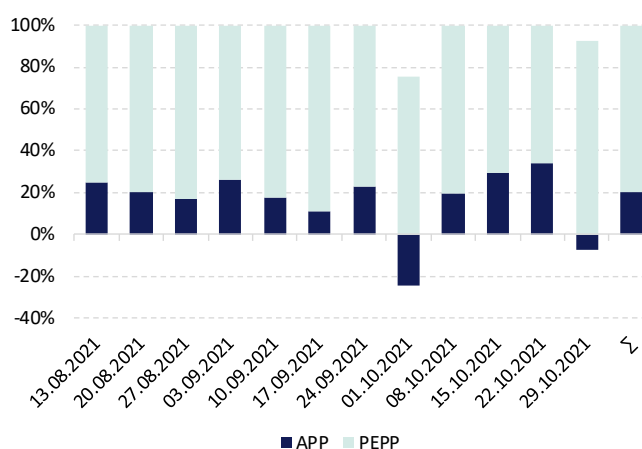
## Monatliche Nettoankäufe (in EURm)



## Wöchentliches Ankaufvolumen



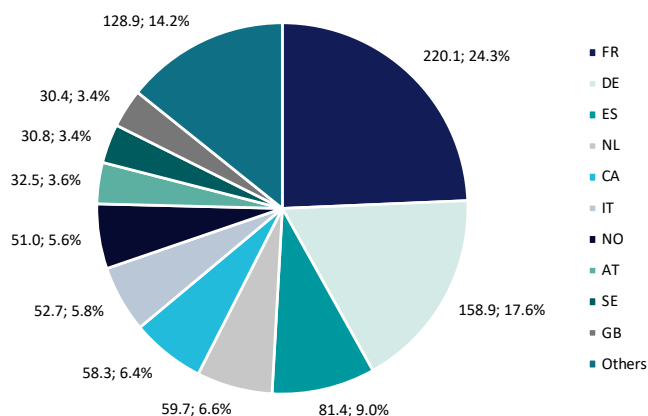
## Verteilung der wöchentlichen Ankäufe



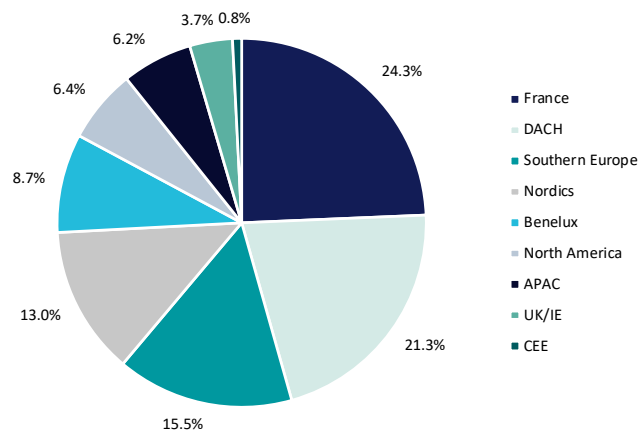
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy &amp; Floor Research

## Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



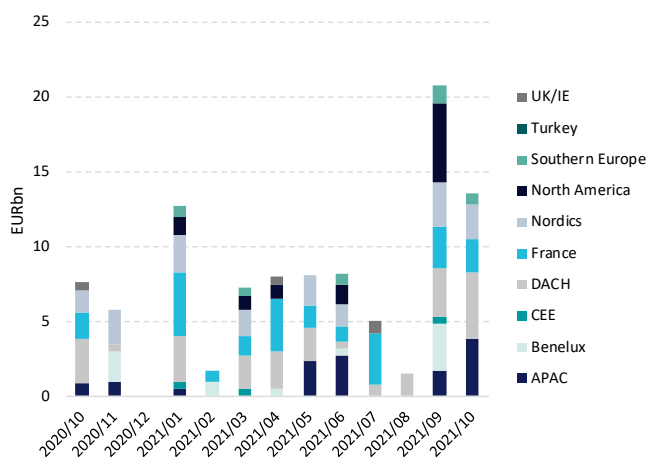
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



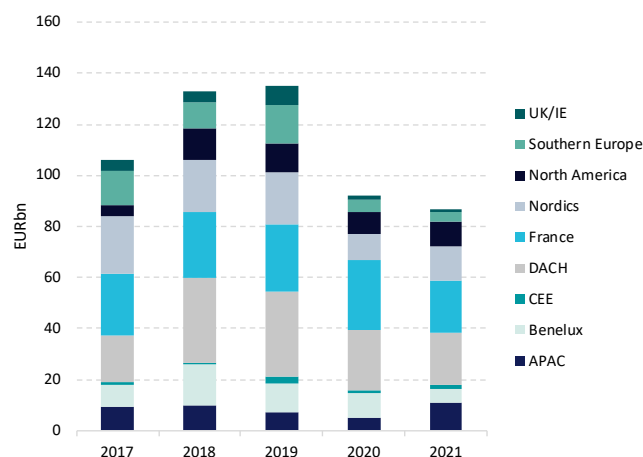
Top-10 Jurisdiktionen

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	220.1	209	10	0.94	10.1	5.6	0.94
2	DE	158.9	236	16	0.61	8.4	4.6	0.41
3	ES	81.4	66	4	1.14	11.5	3.7	1.79
4	NL	59.7	62	0	0.91	11.7	7.6	0.82
5	CA	58.3	51	0	1.11	6.1	3.2	0.22
6	IT	52.7	62	1	0.82	9.0	4.0	1.29
7	NO	51.0	58	9	0.88	7.3	4.1	0.37
8	AT	32.5	60	2	0.54	9.9	6.3	0.60
9	SE	30.8	37	0	0.83	7.6	3.6	0.42
10	GB	30.4	36	0	0.87	8.5	3.6	0.93

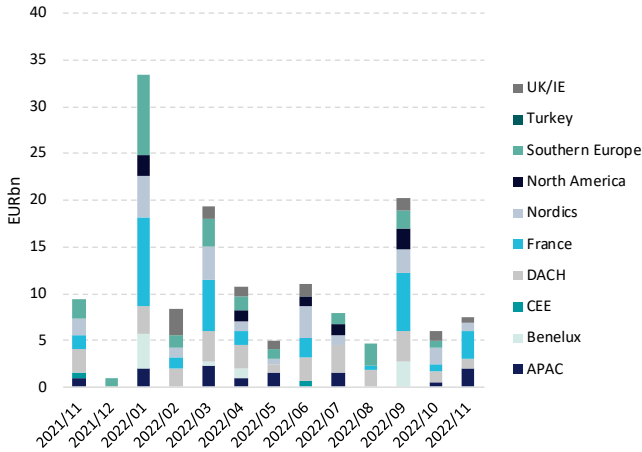
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



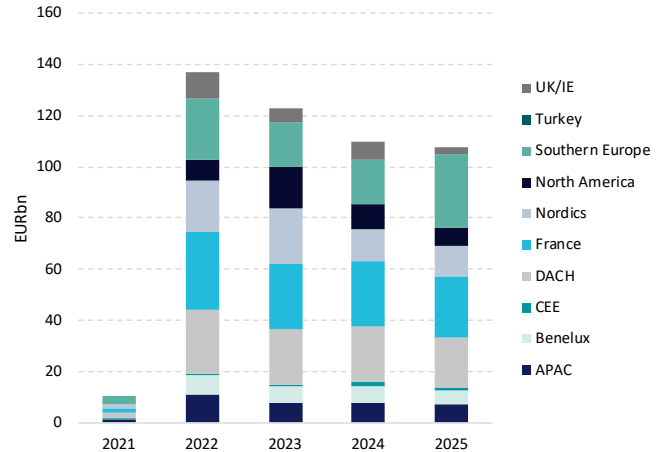
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



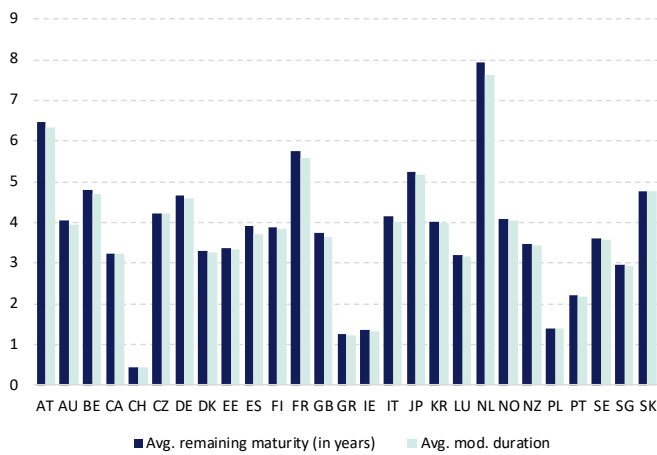
### EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



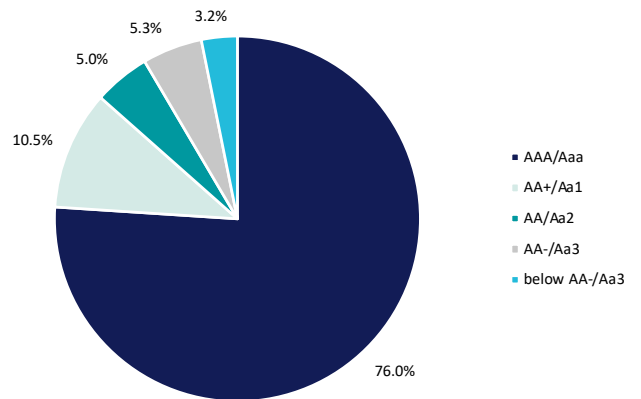
### EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



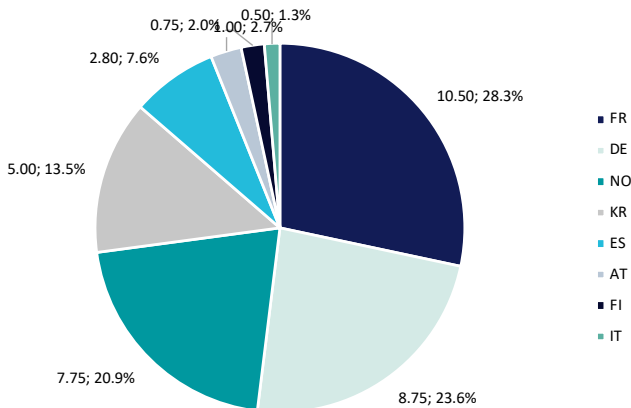
### Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



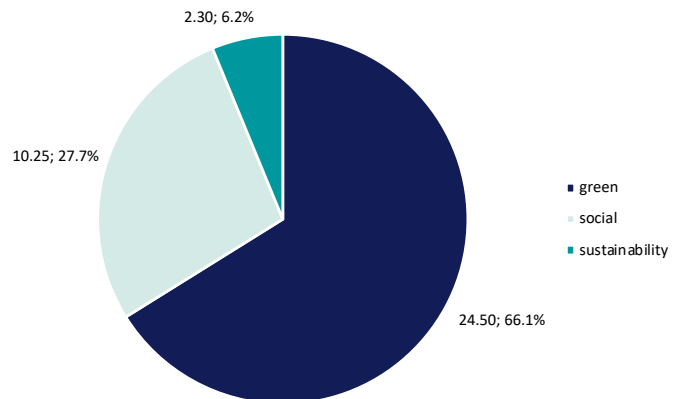
### Ratingverteilung (volumengewichtet)



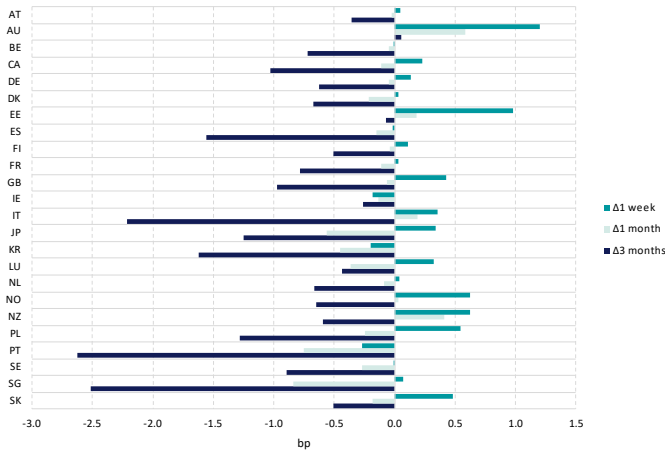
### EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)



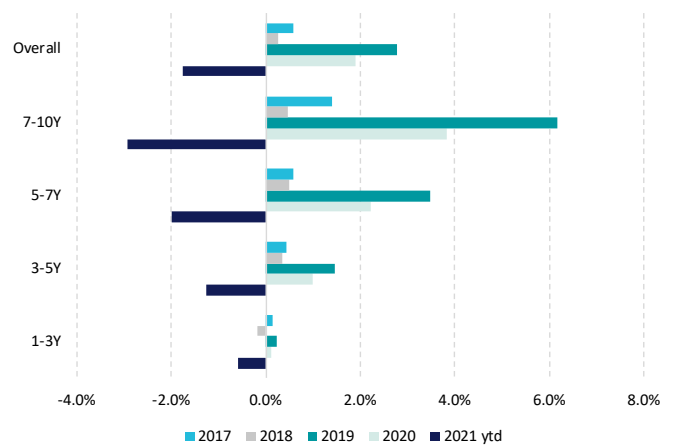
### EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)



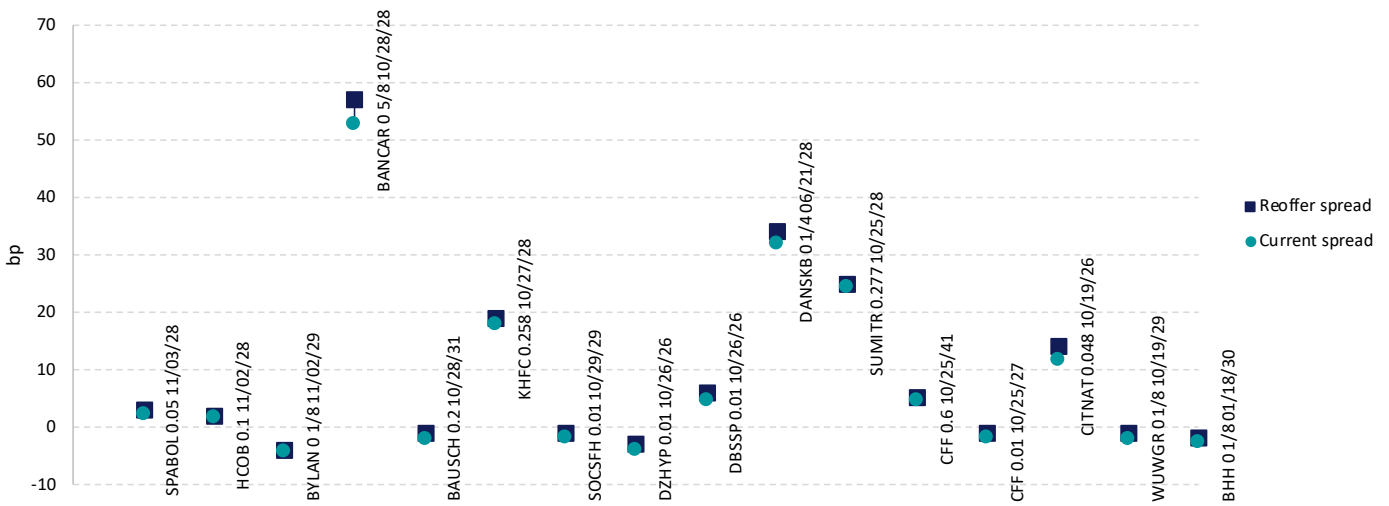
### Spreadveränderung nach Land



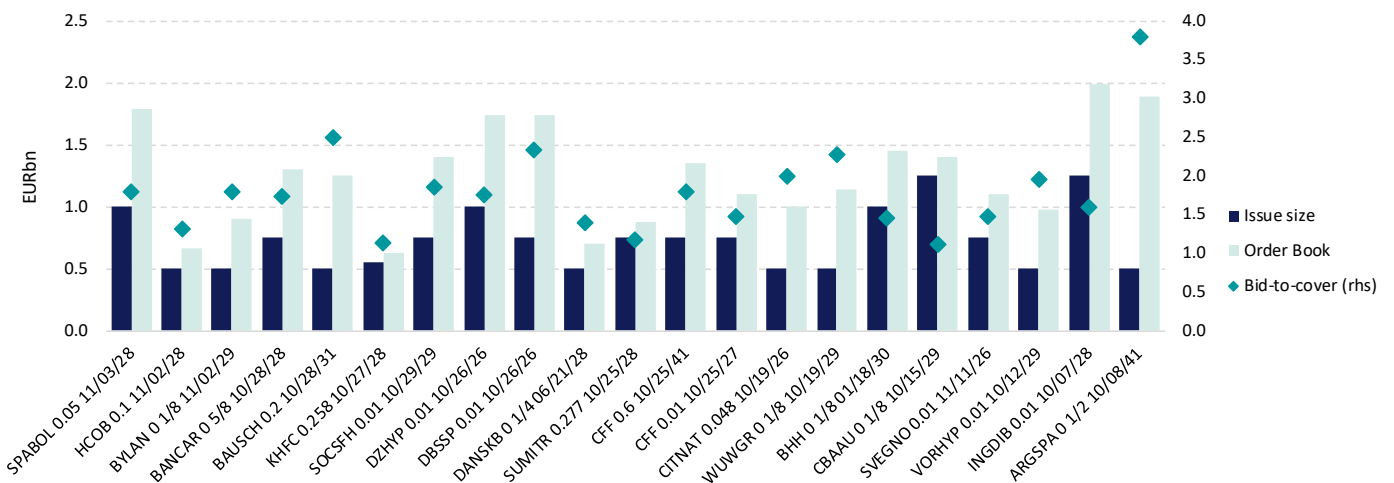
### Covered Bond Performance (Total Return)



### Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

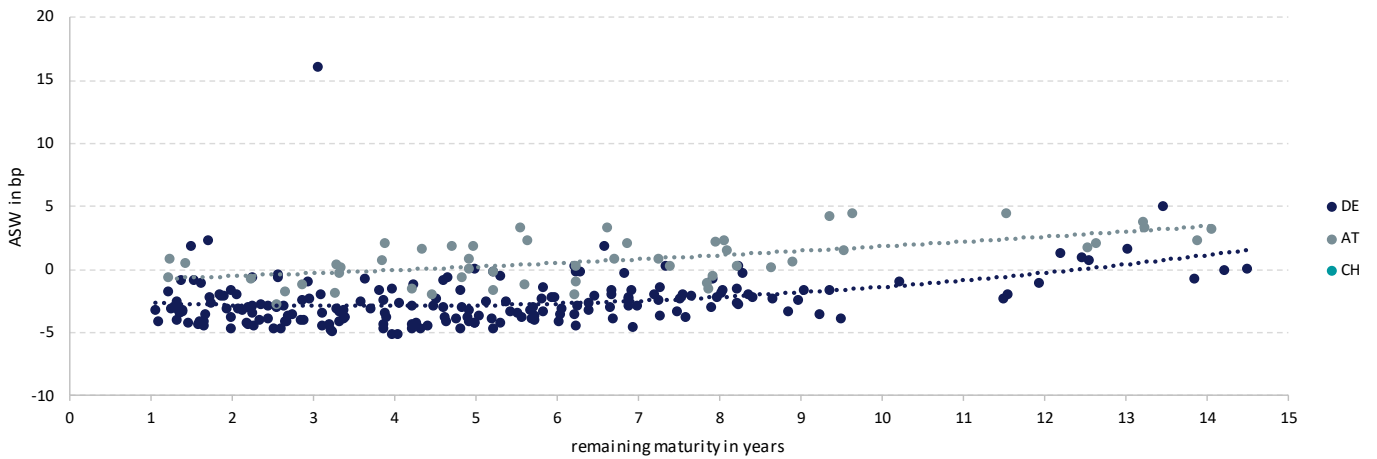


### Orderbücher der letzten 15 Emissionen

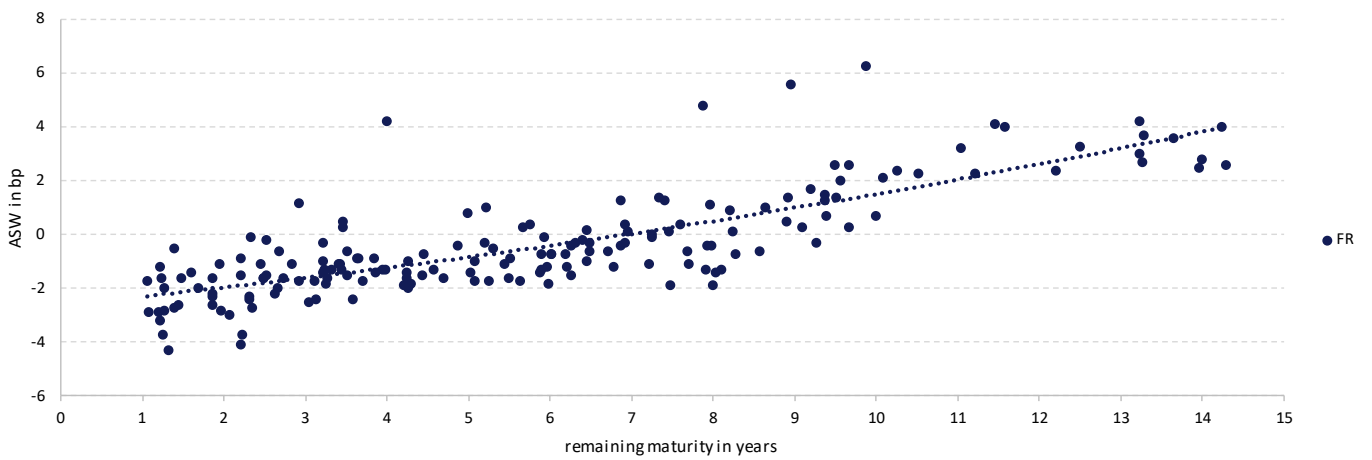


**Spreadübersicht<sup>1</sup>**

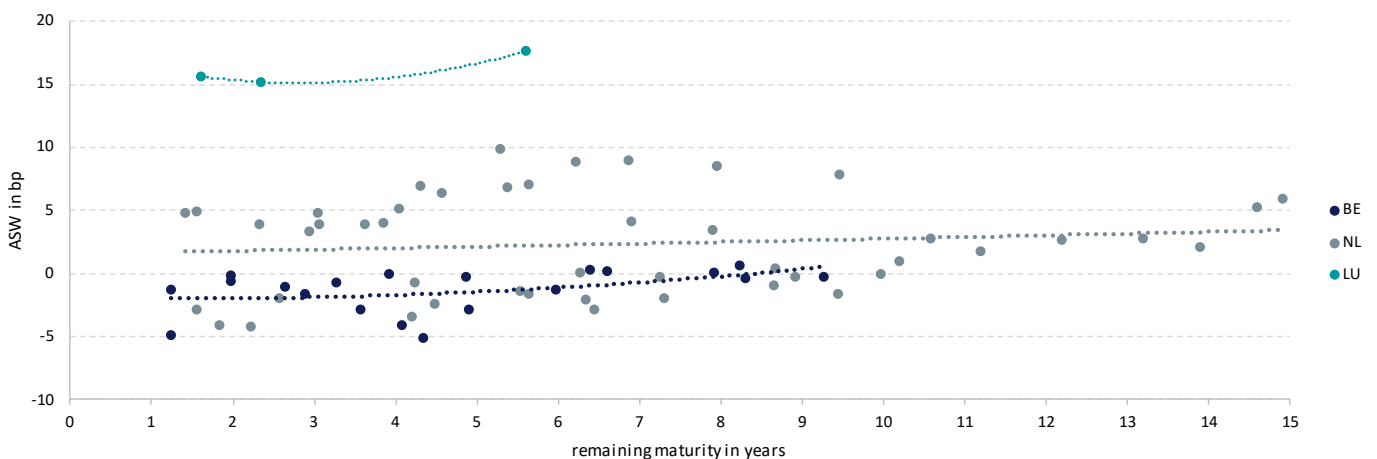
**DACH**   



**France** 

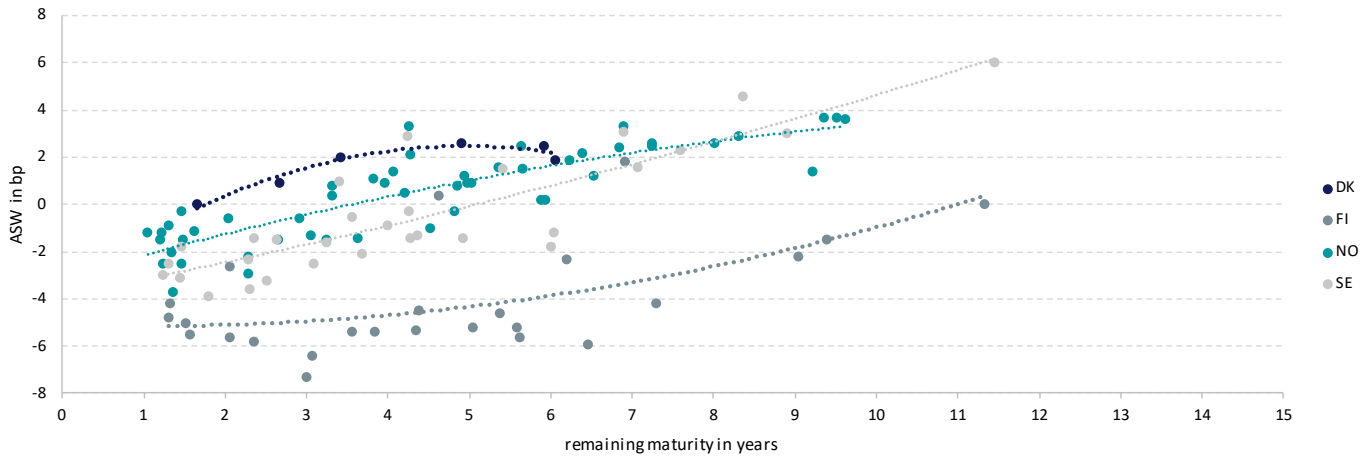


**Benelux**   

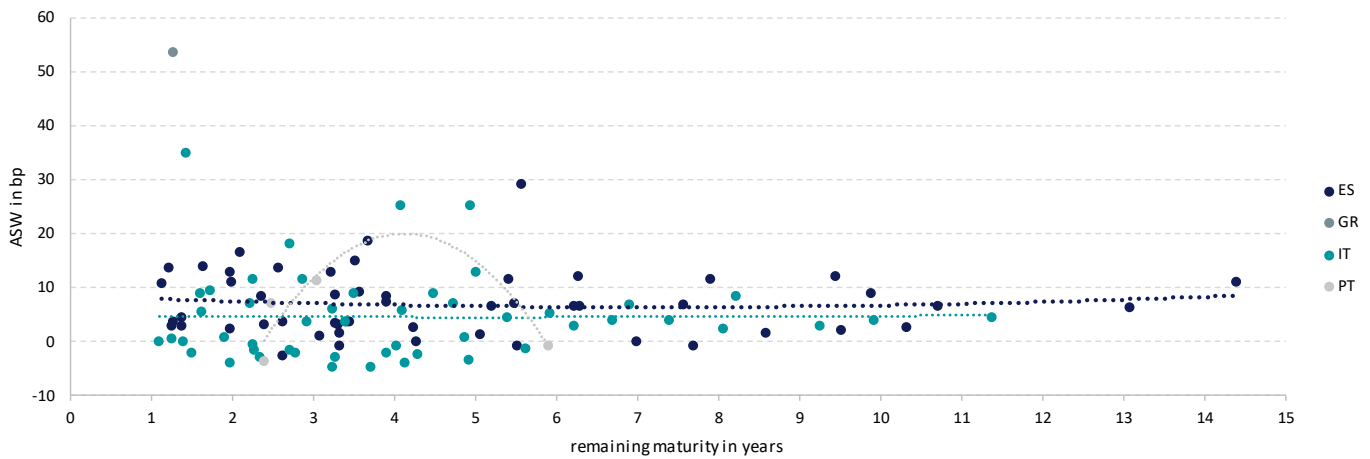


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research <sup>1</sup>Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

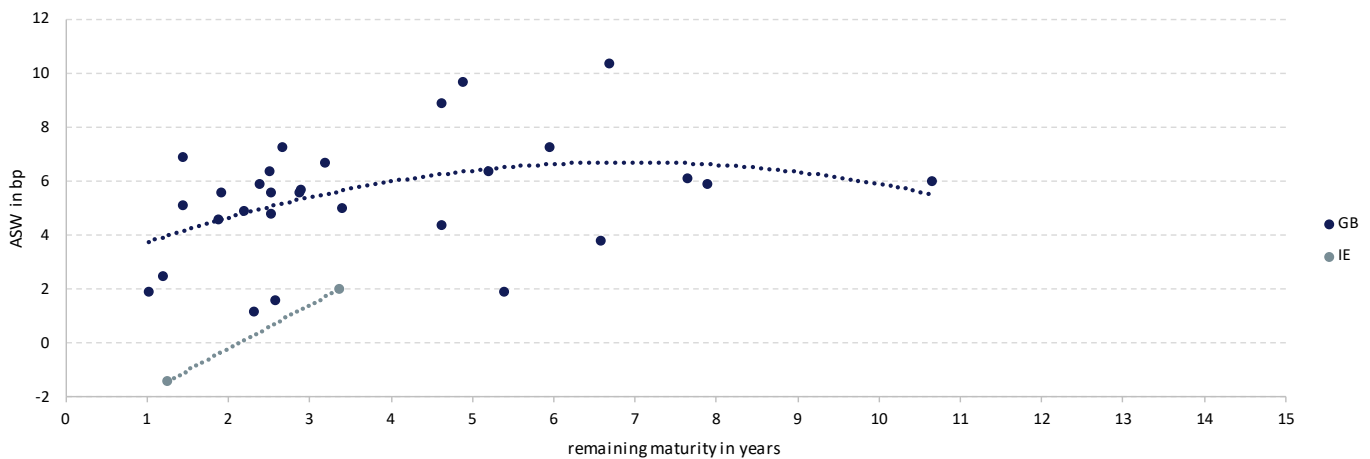
**Nordics** 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪



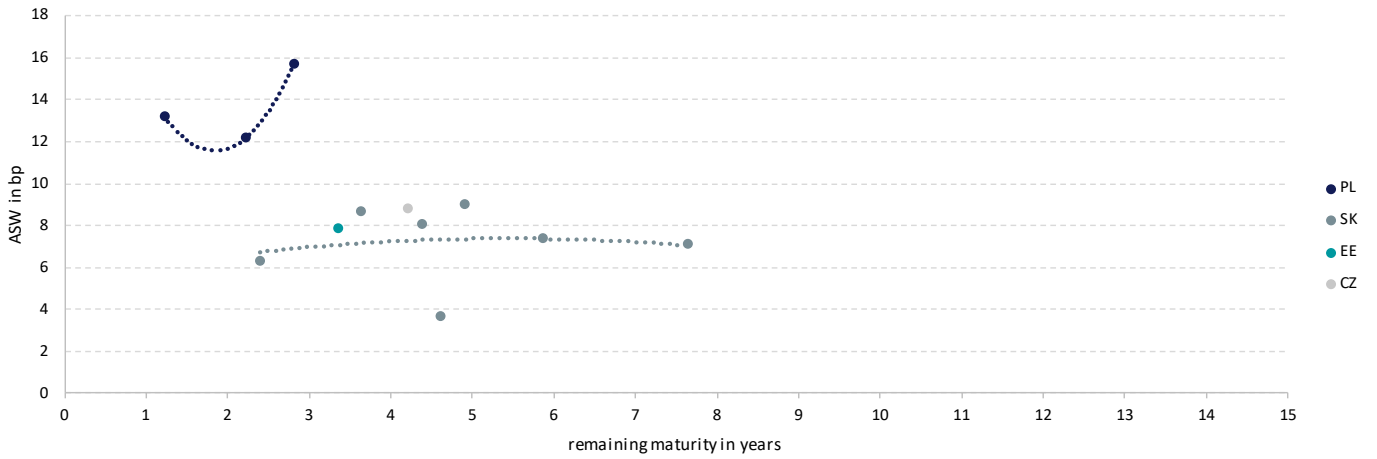
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



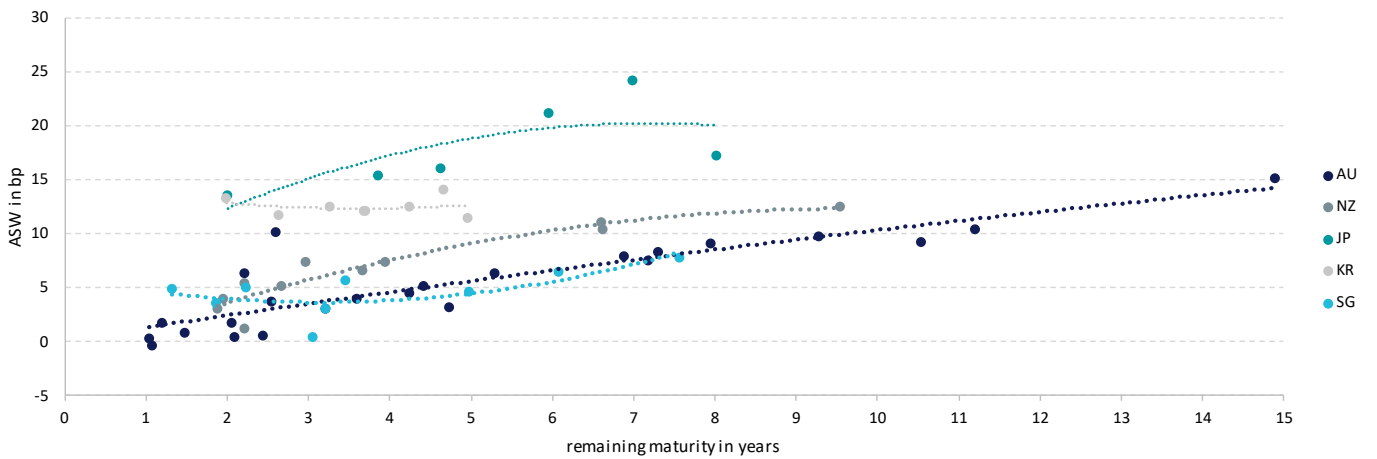
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



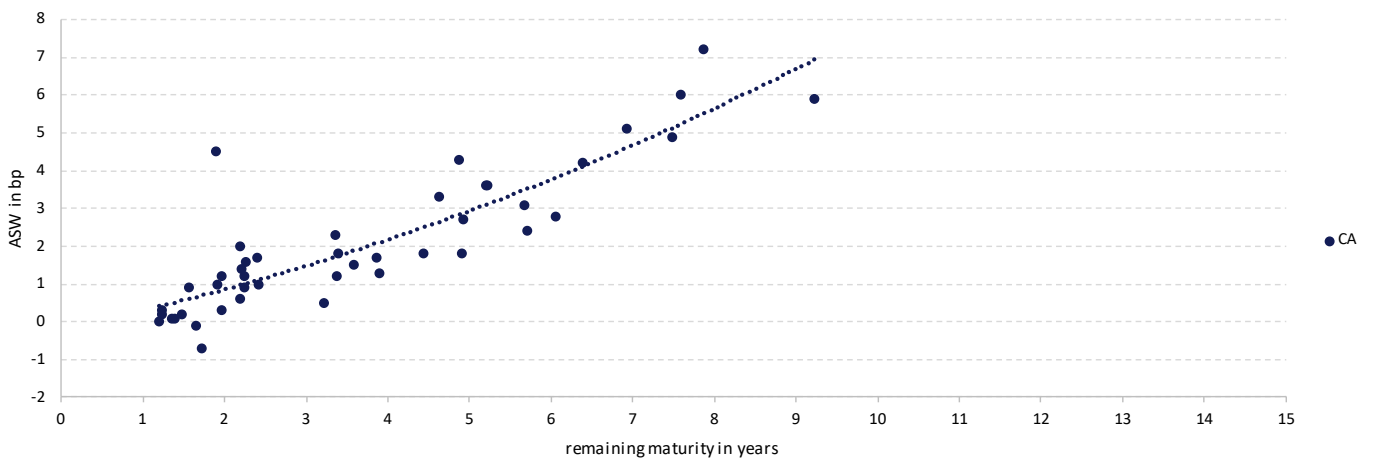
**CEE** 



**APAC** 



**North America** 

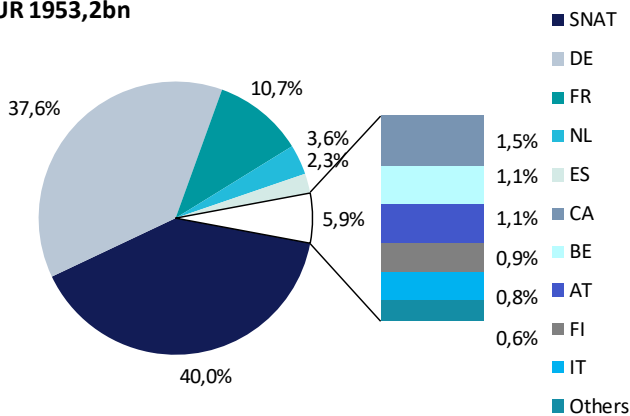




# Charts & Figures SSA/Public Issuers

## Ausstehendes Benchmarkvolumen

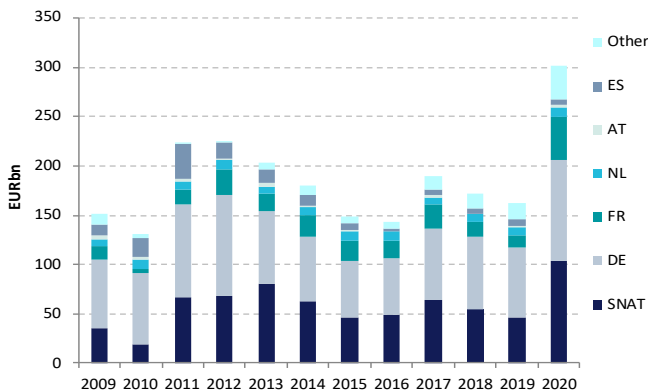
EUR 1953,2bn



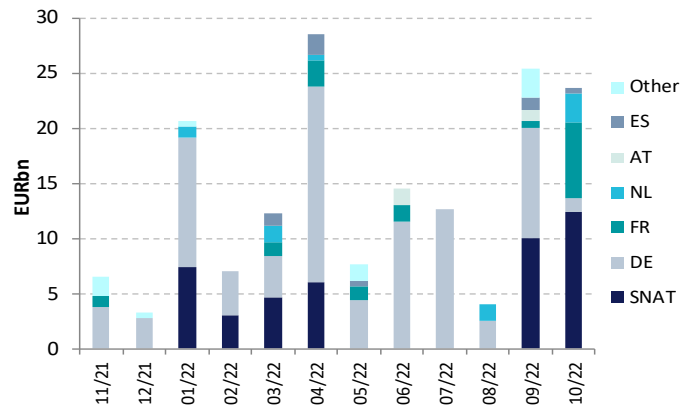
## Top 10 Länderübersicht (EUR Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	781,5	193	4,0	8,7
DE	733,5	572	1,3	6,8
FR	208,4	147	1,4	5,8
NL	69,4	67	1,0	6,5
ES	45,3	56	0,8	5,2
CA	28,5	20	1,4	5,4
BE	21,7	25	0,9	14,0
AT	21,2	23	0,9	5,1
FI	16,8	21	0,8	5,9
IT	15,0	19	0,8	5,8

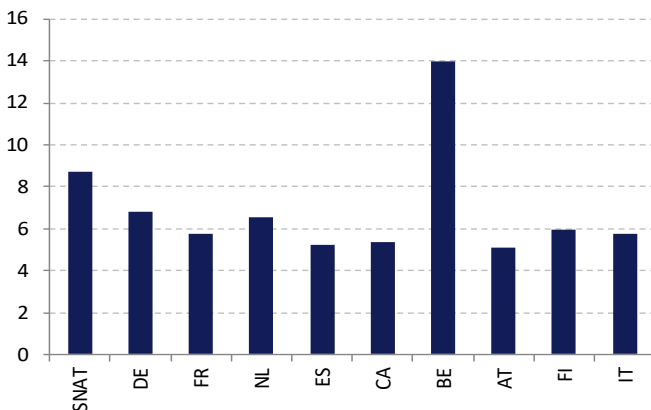
## Benchmarkemissionen je Jahr



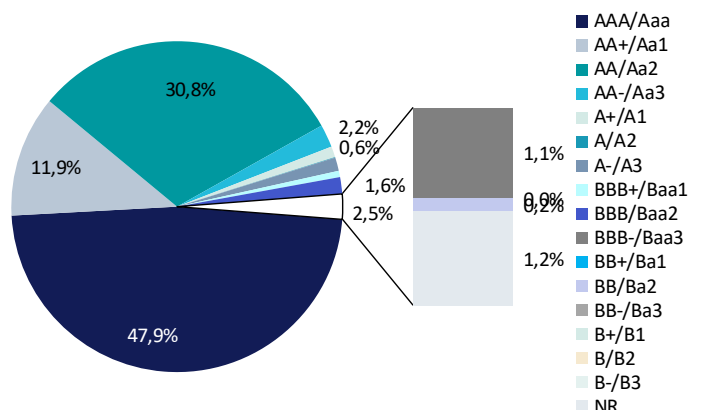
## Benchmarkfälligkeiten je Monat



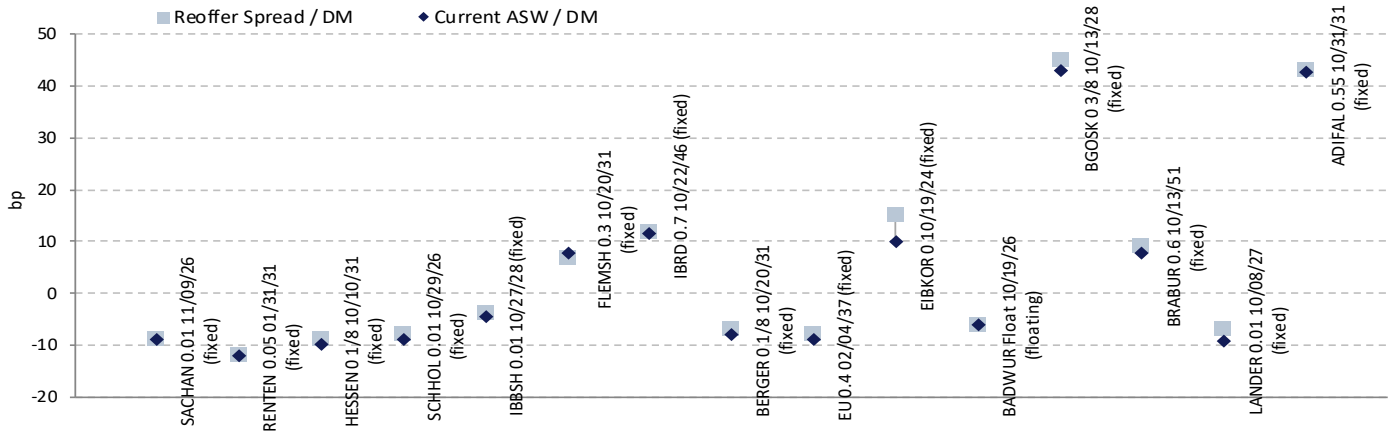
## Vol. gew. Modified Duration nach Land



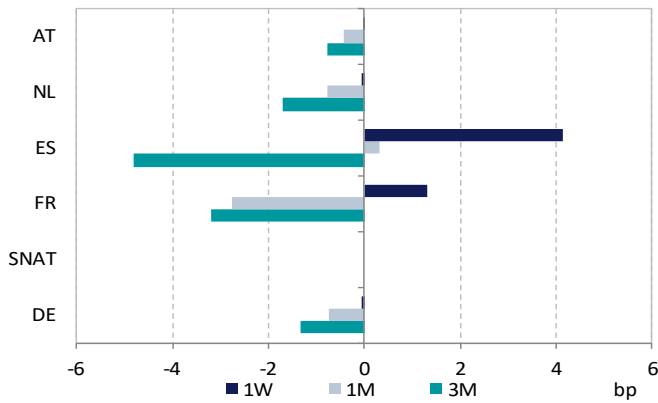
## Ratingverteilung (volumengewichtet)



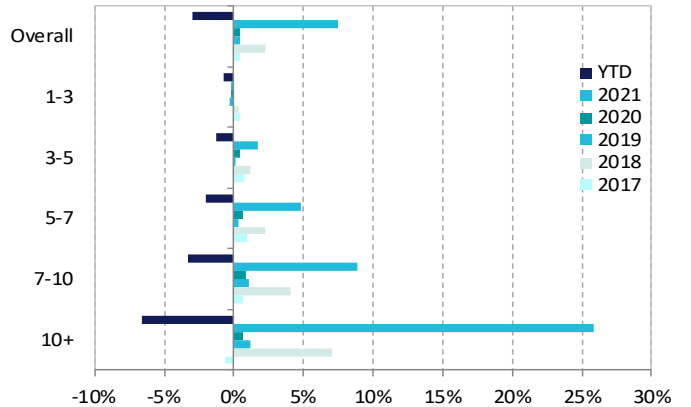
### Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



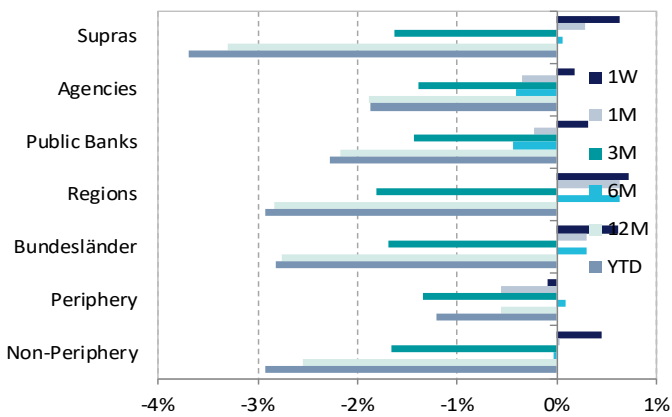
### Spreadentwicklung nach Land



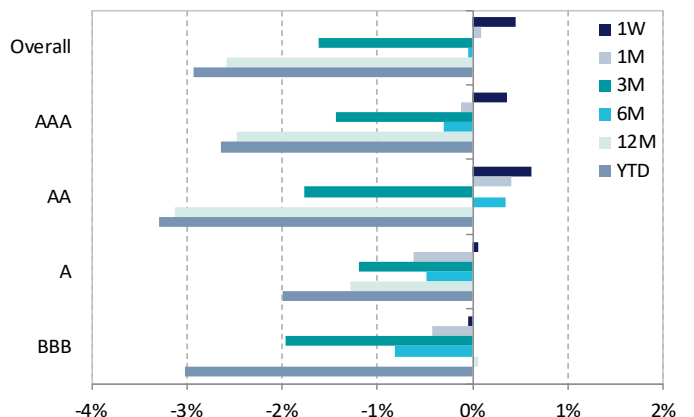
### SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



### SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

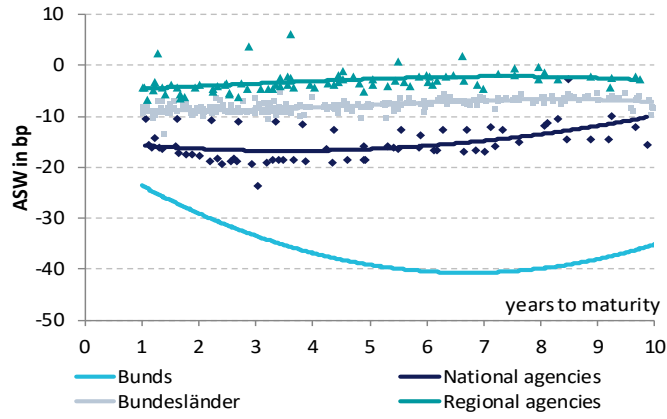


### SSA-Performance nach Rating (Total Return)

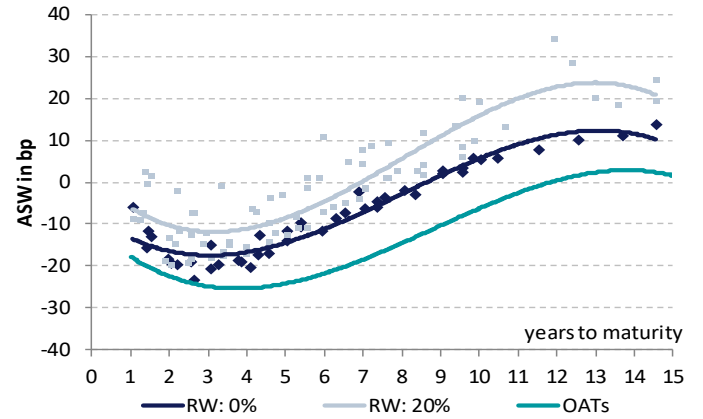


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

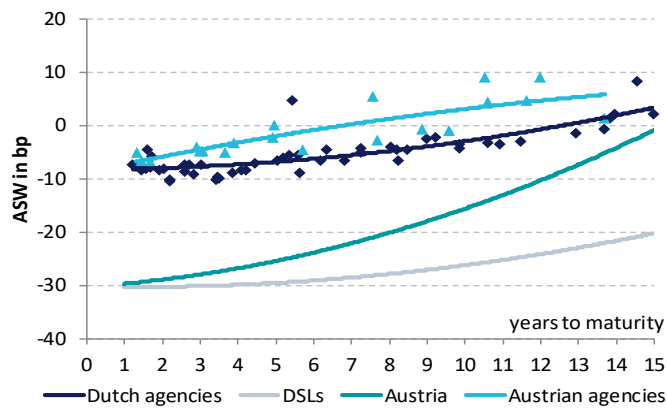
### Germany (nach Segmenten)



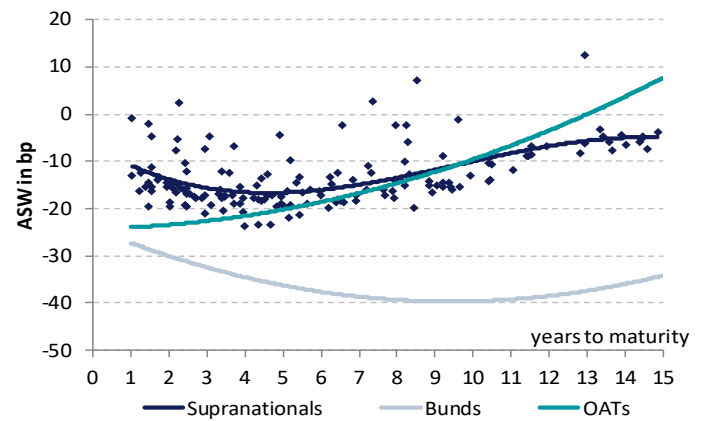
### France (nach Risikogewichten)



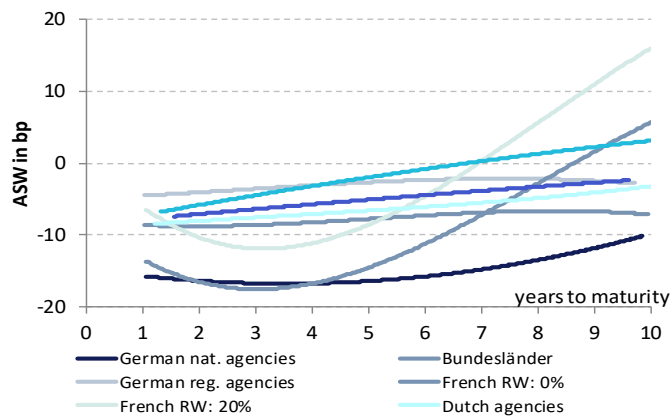
### Netherlands & Austria



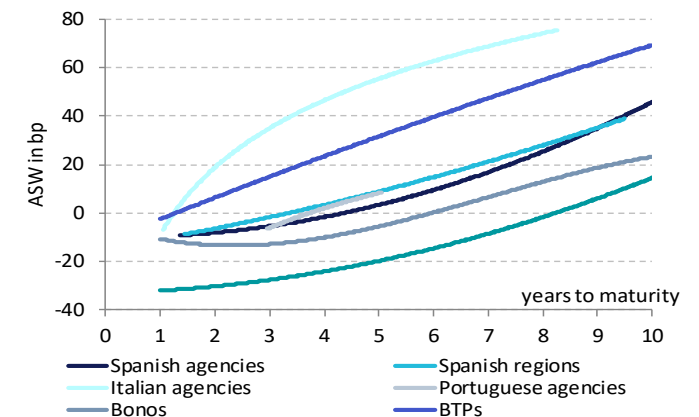
### Supranationals



### Core



### Periphery



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

## Anhang

# Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
33/2021 ♦ 27. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> <li>Versicherungsunternehmen als Covered Bond-Investoren: Ein Blick auf Solvency II und die EIOPA-Statistik</li> <li>Der Ratingansatz von Scope</li> </ul>
32/2021 ♦ 20. Oktober	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vorschau EZB: Zwischenschritt für wegweisenden Dezember?</li> <li>ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2020</li> <li>Covered Bonds im Kontext des EZB-Sicherheitenrahmenwerks</li> </ul>
31/2021 ♦ 22. September	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primärmarkt Covered Bonds: „A September to remember“</li> <li>Ankündigung: Issuer Guide Deutsche Bundesländer 2021</li> </ul>
30/2021 ♦ 15. September	<ul style="list-style-type: none"> <li>Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q2/2021</li> <li>Fitch: Covered Bond-Ratingansatz</li> <li>Update: Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER)</li> </ul>
29/2021 ♦ 08. September	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kanadas Covered Bond-Markt mit neuer Dynamik: Zwei EUR-Debütanten</li> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes</li> <li>NGEU in den Startlöchern: 3, 2, 1 ... EU-Auktionen!</li> </ul>
28/2021 ♦ 01. September	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vorschau EZB: Fokus auf Ankauftempo beim PEPP?</li> <li>Frankreich als größte Jurisdiktion im EUR-Benchmarksegment: Ein Covered Bond-Blick auf die „Grande Nation“</li> </ul>
27/2021 ♦ 28. Juli	<ul style="list-style-type: none"> <li>NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds 2021: Eine feste Größe in bewegten Zeiten</li> <li>Beyond Bundesländer: Madeira und Azoren</li> </ul>
26/2021 ♦ 21. Juli	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sommerpause ante portas: Ein Blick auf Covered Bonds in US-Dollar und Britischen Pfund</li> </ul>
25/2021 ♦ 14. Juli	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neue Strategie der EZB – Kommunikation bleibt das A und O</li> <li>Vorschau EZB: Das erste Meeting unter dem „neuen“ Regime</li> </ul>
24/2021 ♦ 07. Juli	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covered Bonds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das 2. Halbjahr 2021</li> <li>2021: Die erste Halbzeit ist gespielt – wie weiter im SSA-Segment?</li> </ul>
23/2021 ♦ 30. Jun	<ul style="list-style-type: none"> <li>Australiens Covered Bond-Markt meldet sich zurück: National Australia Bank mit erster australischer Benchmark seit 2019</li> </ul>
22/2021 ♦ 23. Jun	<ul style="list-style-type: none"> <li>TLTRO III.8 weder richtig stark noch außerordentlich schwach: Implikationen für den Covered Bond-Markt</li> <li>Neuordnung der Grundsteuer in Deutschland</li> </ul>
21/2021 ♦ 16. Juni	<ul style="list-style-type: none"> <li>ICMA Green and Social Bond Principles: Neuauflage 2021</li> <li>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> </ul>
20/2021 ♦ 09. Juni	<ul style="list-style-type: none"> <li>PEPP-Reporting: Höhere Ankaufgeschwindigkeit im II. Quartal</li> <li>Covered Bonds vs. Senior Unsecured Bonds</li> </ul>
19/2021 ♦ 02. Juni	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vorschau EZB: Inflationsgespenst nährt Tapering-Gedanken</li> <li>Covered Bonds in Fremdwährungen: Gleiche Symptomatik wie bei EUR-Benchmarks?</li> </ul>
18/2021 ♦ 19. Mai	<ul style="list-style-type: none"> <li>United Overseas Bank belebt mal wieder den Markt in Singapur</li> <li>Transparenzvorschrift § 28 PfandBG Q1/2021</li> </ul>

## Anhang Publikationen im Überblick

### **Covered Bonds:**

**Issuer Guide Covered Bonds 2021**  
**Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds**  
**Transparenzvorschrift §28 PfandBG**  
**Transparenzvorschrift §28 PfandBG Sparkassen**

### **SSA/Public Issuers:**

**Issuer Guide – Supranationals & Agenices 2019**  
**Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2020**  
**Issuer Guide – Deutsche Bundesländer 2021**  
**Issuer Guide – Down Under 2019**

### **Fixed Income:**

**ESG Update**  
**ESG Reportinganalyse**  
**EZB hält Kurs, legt aber Kohlen nach – PEPP bis 2022 verlängert**  
**EZB legt Notfallprogramm zur Corona-Pandemie auf**  
**EZB reagiert auf Coronarisiken**

# Anhang

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Markets Strategy & Floor Research



**Melanie Kiene**

Banks  
 +49 511 361-4108  
 +49 172 169 2633  
[melanie.kiene@nordlb.de](mailto:melanie.kiene@nordlb.de)



**Dr. Norman Rudschuck**

SSA/Public Issuers  
 +49 511 361-6627  
 +49 152 090 24094  
[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)



**Dr. Frederik Kunze**

Covered Bonds  
 +49 511 361-5380  
 +49 172 354 8977  
[frederik.kunze@nordlb.de](mailto:frederik.kunze@nordlb.de)

### Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Sales MM/FX	+49 511 9818-9460
Sales Europe	+352 452211-515

### Origination & Syndicate

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

### Treasury

Collat. Management/Repos	+49 511 9818-9200
Liquidity Management	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650

### Trading

Covereds/SSA	+49 511 9818-8040
Financials	+49 511 9818-9490
Governments	+49 511 9818-9660
Länder/Regionen	+49 511 9818-9550
Frequent Issuers	+49 511 9818-9640

### Sales Wholesale Customers

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

**Disclaimer:**

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

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

**Diese Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine 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.** Gleichzeitig stellt diese Information eine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar und erfüllt die anwendbaren Bestimmungen dieser Verordnung sowie der Del. VO (EU) 2016/958 sowie des Wertpapierhandelsgesetzes (vgl. hierzu die Zusätzlichen Angaben am Ende dieser Information).

Diese Information ist erstellt worden vom Bereich Markets Strategy & Floor Research, der innerhalb der NORD/LB organisatorisch dem Handelsbereich (Markets) zugeordnet ist und der den Kunden der Bank gegenüber umfangreiche Wertpapierdienstleistungen anbietet. Diesbezüglich können daher zwischen dem Floor Research und dem Handelsbereich Informationen ausgetauscht werden, die ggf. den Inhalt der vorliegenden Information beeinflussen. Vor diesem Hintergrund ist weiterhin nicht auszuschließen, dass die NORD/LB eigene Bestände in den in dieser Information beschriebenen Finanzinstrumente oder von den hierin beschriebenen Emittenten hält, sich an der Emission solcher Finanzinstrumente beteiligt, sonstige Dienstleistungen gegenüber solchen Emittenten erbringt oder andere finanzielle Interessen an diesen Finanzinstrumenten oder Emittenten hat. Es ist ebenfalls nicht auszuschließen, dass die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research indirekt an den Gesamterfolg des Bereichs Markets gebunden ist, eine direkte Verbindung der Vergütung mit Geschäften bei Wertpapierdienstleistungen oder Handelsgebühren ist jedoch untersagt. Vor diesem Hintergrund bestehen potentielle Interessenkonflikte, die die Objektivität der hierin enthaltenen Empfehlungen grds. beeinflussen könnten.

Die NORD/LB hat allerdings umfangreiche Vorkehrungen zum Umgang mit etwaigen Interessenkonflikten und deren Vermeidung getroffen:

**Vorkehrungen zum Umgang mit und zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur vertraulichen Behandlung von sensiblen Kunden- und Geschäftsdaten:**

Geschäftsbereiche, die regelmäßig Zugang zu sensiblen und vertraulichen Informationen haben können, werden von der Compliance-Stelle als Vertraulichkeitsbereiche eingestuft und funktional, räumlich und durch dv-technische Maßnahmen von anderen Bereichen getrennt. Der Handelsbereich (Markets) ist als ein solcher Vertraulichkeitsbereich eingestuft. Der Austausch von Informationen zwischen einzelnen Vertraulichkeitsbereichen bedarf der Genehmigung der Compliance-Stelle.

Die Weitergabe vertraulicher Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben kann, wird durch die von den Handels-, Geschäfts- und Abwicklungsabteilungen unabhängige Compliance-Stelle der NORD/LB überwacht. Die Compliance-Stelle kann evtl. erforderliche Handelsverbote und -beschränkungen aussprechen, um sicherzustellen, dass Informationen, die Einfluss auf Wertpapierkurse haben können, nicht missbräuchlich verwendet werden und um zu verhindern, dass vertrauliche Informationen an Bereiche weitergegeben werden, die nur öffentlich zugängliche Informationen verwenden dürfen. Die Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research sind verpflichtet, die Compliance-Stelle über sämtliche (einschließlich externe) Transaktionen zu unterrichten, die sie auf eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten oder im Interesse von Dritten tätigen. Auf diese Weise wird die Compliance-Stelle in die Lage versetzt, jegliche nicht-erlaubten Transaktionen durch diese Mitarbeiter zu identifizieren.

Weitere Informationen hierzu sind unserer Interessenkonflikt-Policy zu entnehmen, die auf Nachfrage bei der Compliance Stelle der NORD/LB erhältlich ist.

**Weitere Wichtige Hinweise:**

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. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, kann die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Information geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Mitarbeiter des Bereichs Markets Strategy & Floor Research der NORD/LB dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Information vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen.



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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:**

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich.

Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes, sondern eine Marketingmitteilung dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

Keine der in dieser Information enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen.

Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:**

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

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

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

**Zusätzliche Angaben**

Redaktionsschluss: 3. November 2021 08:46h

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte bei der NORD/LB gem. § 85 Abs. 1 WpHG i.V.m. Art. 20 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 sowie Art. 5 und 6 der del. Verordnung (EU) 2016/958**

Keine

**Quellen und Kursangaben**

Für die Erstellung der Anlageempfehlungen nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. Wenn in der Information nicht anders angegeben, beziehen sich Kursangaben auf den Schlusskurs des Vortages. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern.

**Bewertungsgrundlagen und Aktualisierungsrythmus**

Für die Erstellung der Anlageempfehlungen verwenden wir jeweils unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Wertpapieranalyse, quantitative / statistische Methoden und Modelle sowie Verfahrensweisen aus der technischen Information. Hierbei ist zu beachten, dass die Ergebnisse der Information Momentaufnahmen sind und die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Erträge ist. Die Bewertungsgrundlagen können sich jederzeit und unvorhersehbar ändern, was zu abweichenden Urteilen führen kann. Der Empfehlungshorizont liegt bei 6 bis 12 Monaten. Die vorstehende Information wird wöchentlich erstellt. Ein Anspruch des Empfängers auf Veröffentlichung von aktualisierten Informationen besteht nicht. Nähere Angaben zu unseren Bewertungsgrundlagen erhalten Sie unter [www.nordlb-pib.de/Bewertungsverfahren](http://www.nordlb-pib.de/Bewertungsverfahren).

**Empfehlungssystematik**

**Positiv:** Positive Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

**Neutral:** Neutrale Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

**Negativ:** Negative Erwartungen für den Emittenten, einen Anleihetypen oder eine Anleihe des Emittenten.

**Relative Value (RV):** Relative Empfehlung gegenüber einem Marktsegment, einem einzelnen Emittenten oder Laufzeitenbereich.

**Anteile Empfehlungsstufen (12 Monate)**

**Positiv:** 37%

**Neutral:** 55%

**Negativ:** 8%

**Empfehlungshistorie (12 Monate)**

Eine Übersicht über unsere gesamten Rentenempfehlungen der vergangenen 12 Monate erhalten Sie unter [www.nordlb-pib.de/empfehlungsuübersicht\\_renten](http://www.nordlb-pib.de/empfehlungsuübersicht_renten). Das Passwort lautet "renten/Liste3".

Emittent / Anleihe	Datum	Empfehlung	Gattung	Anlass
--------------------	-------	------------	---------	--------