

1. Juli 2026
77. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK

PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS 2026

REGULATORISCHE BEHANDLUNG VON
COVERED BONDS: UMBRUCH ODER STETIGE
WEITERENTWICKLUNG?

FREDERIK KUNZE UND SAMIRA LAMPE



PFANDBRIEFE UND COVERED BONDS 2026

REGULATORISCHE BEHANDLUNG VON COVERED BONDS: UMBRUCH ODER STETIGE WEITERENTWICKLUNG?

Pfandbriefe gelten seit vielen Jahren als eine der sichersten und erfolgreichsten Anlageklassen Europas. Doch auch der Markt für Covered Bonds steht nicht still. Mit der Harmonisierung der europäischen Covered-Bond-Regelwerke, der Diskussion um ein mögliches Äquivalenzregime für Drittstaaten und neuen Produktkonzepten wie European Secured Notes stehen wichtige regulatorische Weichenstellungen bevor. Diese könnten nicht nur die Wettbewerbsbedingungen zwischen einzelnen Jurisdiktionen verändern, sondern auch Auswirkungen auf Investorenströme, Marktliquidität und die Bewertung von Covered Bonds haben. Vor diesem Hintergrund lohnt ein Blick auf die regulatorischen Entwicklungen, die den europäischen Covered-Bond-Markt künftig prägen und zu wichtigen Treibern der Spreadentwicklung werden könnten. Welche Auswirkungen diese Entwicklungen auf Nachfrage, Spreads und die Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Covered-Bond-Marktes haben könnten, beleuchtet der folgende Beitrag.

Red.

Rückblickend auf die vergangenen zwanzig Jahre hat sich das Marktsegment der gedeckten Refinanzierung in Form von Covered Bonds beziehungsweise Pfandbriefen stetig weiterentwickelt. In diesem Kontext war es maßgeblich, das Risikoprofil der Anleihen mit doppeltem Rückgriffsrecht gegenüber dem Emittenten sowie dem Deckungsstock mit qualitativ hochwertigen Vermögenswerten zu begrenzen, was dazu beigetragen hat, eine bevorzugte regulatorische Behandlung sicherzustellen und das Anlagesegment weiterzuentwickeln.

Als zunächst „europäisches“ Produkt hat sich nicht nur die Investorenbasis maßgeblich aus den entsprechenden heimischen

Märkten gespeist, sondern auch die Grundgesamtheit der Emittenten fand ihren Kern zunächst im Europäischen Wirtschaftsraum. Auch heute sind im EUR-Benchmarksegment die emissionsstärksten Jurisdiktionen Frankreich und Deutschland, während in heimischer Währung Dänemark zu den größten Covered-Bond-Ländern zählt.

Berechtigte regulatorische Bevorzugung

Nicht zuletzt deshalb konnte dieser risikoarmen Assetklasse in zahlreichen regulatorischen Rahmenwerken in Europa beziehungsweise der EU eine entsprechende regulatorisch bevorzugte Behandlung zuteil werden. Dies erstreckte sich über die Ableitung eines bevorzugten Risikogewichts im Kontext der Credit Requirement Regulation (CRR), die Einstufung beziehungsweise Eignung als hochliquide Assets im Rahmen der LCR-Verordnung (High Quality Liquid Asset, HQLA) oder eine präferierte Behandlung im Zuge der Risikorechnung gegenüber anderen Assetklassen gemäß Solvency II.

Ebenso im Kontext der Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken des Eurosystems sowie dessen geldpolitischer Ausrichtung kam der Assetklasse Covered Bonds eine hohe beziehungsweise herausgestellte Bedeutung zu. Für die Emittenten markierte und markiert die gedeckte Refinanzierung einen auch in Krisenzeiten robusten Marktzugang, während die Investoren Rückgriff auf eine vergleichsweise wenig

volatile Anlageform nehmen konnten und können, die meist einen Spreadaufschlag gegenüber vermeintlich risikolosen Assetklassen, wie Sovereign Bonds, verspricht.

So lässt sich zweifelsohne resümieren, dass der Covered Bond eine marktbasierter Erfolgsgeschichte ist, die nicht zuletzt auf begünstigten regulatorischen Rahmenbedingungen beruht, welche den strukturellen Eigenschaften des Produkts Rechnung tragen. Im Rahmen des vorliegenden Beitrags sollen einige mögliche regulatorische Weiterentwicklungen des Covered-Bond-Marktes aufgegriffen und im Hinblick auf ihre Marktrelevanz eingeordnet werden.

Spreadtreiber am Covered-Bond-Markt

Zunächst gilt, dass die Spreads am Covered-Bond-Markt vordergründig durch Angebots- und Nachfragefaktoren bestimmt werden. So muss am Anfang eines jeden quantitativen Ausblicks zur Spreadentwicklung auch stets die Markttechnik stehen. Es stellen sich die Fragen danach, welches Angebot auf den Markt trifft und welche

„Der Covered Bond ist eine marktbasierter Erfolgsgeschichte.“

Nachfrage besteht. Das Angebot an Covered Bonds hängt vom (Re-)Finanzierungsbedarf der Kreditinstitute und der Verfügbarkeit beziehungsweise relativen Attraktivität von Fundingalternativen (zum Beispiel Kundeneinlagen oder Senior Preferred Bonds) ab.

Bedeutende erklärende Variablen für das Angebot sind somit auch die Entwicklung des Kreditportfolios beziehungsweise das Bilanzwachstum. Auf der Nachfrageseite standen mit den Ankaufprogrammen APP und PEPP lange Zeit die Zentralbanken des Eurosystems als preisnehmende Käufer, die – gemeinsam mit der weiteren geldpolitischen Ausrichtung der Europäischen Zentralbank (EZB) – für eine lange Phase der Spreadkompression verantwortlich waren.

DER AUTOR

DR. FREDERIK KUNZE

International Sales,
NORD/LB
Norddeutsche Landesbank -
Girozentrale -, Hannover



Foto: Nord LB



DIE AUTORIN

DR. SAMIRA LAMPE

Head of Debt Capital
Markets NORD/LB
Norddeutsche Landesbank -
Girozentrale -, Hannover



Foto: Nord LB



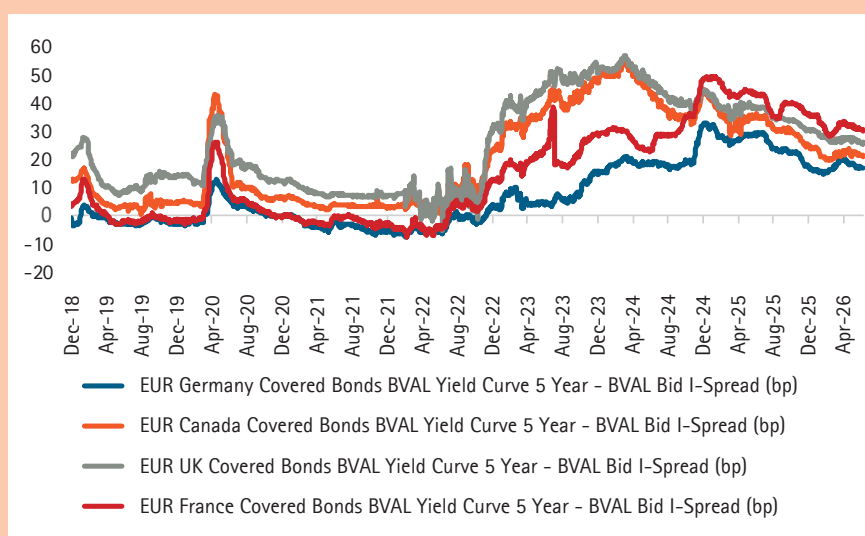
Mit der geldpolitischen Wende im Eurosystem wich dieses stützende Element auf die Spreads und auf der Nachfrageseite rückten verstärkt Relative-Value-Gesichtspunkte in den Vordergrund. Durch den Vergleich mit den oftmals regulatorisch noch stärker bevorzugten Anleihen aus dem Sovereign- und Sub-Sovereign and Agency (SSA)-Universum wirkten offenkundig für immer mehr Investoren Covered Bonds als zu teuer, was letztlich die Nachfrage dämpfte und die Spreads zusätzlich unter Druck setzte.

Neben diesen übergeordneten Faktoren bei der Preisbildung an den Bondmärkten offenbart ein Jurisdiktionsvergleich wesentliche Differenzierungsmerkmale bei den Spreads. Zu diesen zählen der „Home Bias“, welcher für eine Präferenz von Investoren für heimische Covered-Bond-Emissionen steht, das Sentiment im Hinblick auf den Banken- und Immobilienmarkt oder die konjunkturelle beziehungsweise fiskalische Stabilität der entsprechenden Volkswirtschaften. Hier lieferten Italien oder Frankreich Beispiele dafür, dass Haushaltsschiefen oder politische Hängepartien – auch mit Einfluss auf das Sovereign-Rating – die Spreads von Covered Bonds dieser Länder unter Druck setzen können. Jedoch fiel aber auch auf, dass die Spreads der Covered Bonds im Vergleich zu den korrespondierenden Staatsanleihen durchaus stabil blieben, wie jüngst das Beispiel Frankreich eindrucksvoll bewies.

Interessanter ist ohnehin der Vergleich zu den Covered Bond Spreads in den anderen EU-Jurisdiktionen. Tatsächlich handeln bereits seit einigen Monaten und Quartalen die Covered Bonds Deutschlands, Frankreichs, Kanadas sowie des Vereinigten Königreichs auf einem engen Niveau zueinander (vgl. Abbildung 1). Den engen Bewegungskorridor der Covered Bond Spreads verantworten dabei übergeordnete Faktoren wie die nach wie vor hohe Liquidität am Markt und eine damit verbundene allgemeine Spreadkompression.

Etwas weiter zurückblickend waren bis zur erfolgreichen Implementierung von Mindeststandards am Covered-Bond-Markt durch die Umsetzung der im Jahr 2019 finalisierten Covered-Bond-Richtlinie der EU vor vier Jahren aber auch die stark unterschiedlichen Gesetzesgrundlagen in der Europäischen Union für ausgeprägte Spreadunterschiede verantwortlich. Das Harmonisierungsvorhaben hat nunmehr einige der Unterschiede nivelliert, ohne aber eine vollumfängliche Angleichung zu bewirken. Zu den wichtigen Eckpunkten der Harmonisierung zählen unter anderem die Vorgaben zum Um-

Abbildung 1: Covered Bonds-Spreads; I-Spread Bid in bp; 5y; AAA;



Quelle: NORD/LB, Bloomberg

gang mit Liquiditätsrisiken – also die Einführung eines 180-Tage-Liquiditätspuffers sowie die Möglichkeit, eine Fälligkeitsverschiebung im Gesetz zu verankern (sogenannte Soft-Bullet-Strukturen als Marktstandard) – oder auch die Überdeckungsanforderungen.

Verallgemeinert lässt sich dies so ausdrücken, dass der regulatorischen Gleichbehandlung der „EU Covered Bonds“ eine weitgehende Nivellierung fundamentaler Unterschiede gefolgt ist, was letztlich auch die oben beschriebene Spreadangleichung begünstigte.

Regulatorische Behandlung von Covered Bonds aus Drittstaaten

Die European Banking Authority (EBA) wurde bereits im Zuge der finalisierten Covered-Bond-Richtlinie (Artikel 31 CBD – Überprüfungen und Berichte) damit beauftragt, gemeinsam mit der EU-Kommission einen Bericht zur Wirkungsweise der Richtlinie beziehungsweise des Covered-Bond-Marktes zu erarbeiten. Bereits im September 2025 hat die EBA eine Antwort auf ihr Beratungersuchen („Call for Advice“) vorgelegt und eine Vielzahl von Empfehlungen zu Papier gebracht, die sich über die Themengebiete der Harmonisierung, Sicherheit und Offenlegung, Vereinfachung sowie Entwicklung und Erweiterung erstrecken.

Aufgrund der Bedeutung im Hinblick auf die Weiterentwicklung eines globalen Co-

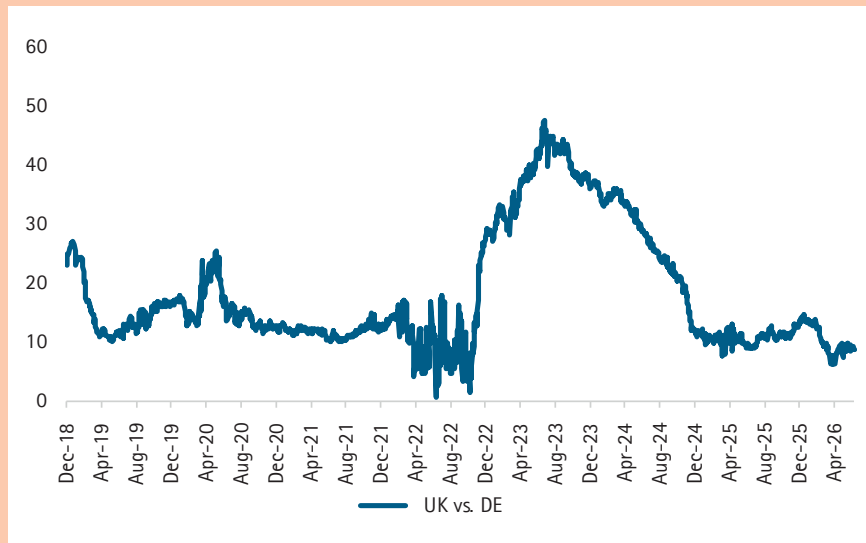
vered-Bond-Marktes soll hier der Fokus auf das letzte Themengebiet gelegt werden, welches neben der Stellungnahme zur Einführung von European Secured Notes (ESN) auch die Einführung eines Drittstaatenäquivalenzregimes umfasst. Insbesondere die Angleichung der regulatorischen Behandlung im Sinne von CRR beziehungsweise LCR, Solvency II oder Notenbankfähigkeit von Covered Bonds aus der EU und beispielsweise aus Kanada hat theoretisch das Potenzial, weitere Spreadangleichungen am Covered-Bond-Markt auszulösen, da sich die regulatorischen Kosten beispielsweise in Form von RWA-Belastung für Bank-Treasuries reduzieren würden.

Aus Sicht der EBA zählen zu den kurzfristigen Chancen eines Äquivalenzregimes eine weitere Diversifizierung von Emittenten und Investoren in der EU sowie der „Export“ des EU-Rahmenwerks für Covered Bonds in die Drittländer. Mittel- bis lang-

„Chance eines Äquivalenzregimes ist der „Export“ des EU-Rahmenwerks in die Drittländer.“

fristig könne sich eine neue globale Investorenbasis für Covered Bonds entwickeln, was die Liquidität im EU-Covered-Bond-Markt und das Funding für EU-Banken breiter aufstellen würde. Die EBA gewichtet in der eigenen Empfehlung diese Chancen über die möglichen Risiken eines Reputationschadens, eines erhöhten Wettbewerbs für EU-Banken und der Kosten der Einführung eines Äquivalenzregimes.

Abbildung 2: Spreddifferenz Covered Bonds UK vs. DE auf Basis von BVAL I-Spreads BID, 5y AAA;



Quelle: NORD/LB, Bloomberg

Selbst wenn die Entscheidung für ein Drittstaatenäquivalenzregime schon getroffen wäre, stünde der Prozess noch am Anfang und es dürfte sich noch einige Jahre hinziehen, bis hier ein vereinheitlichtes und globales regulatorisches Regime für Covered Bonds existiert. Doch nicht nur der europäische Covered-Bond-Markt, sondern auch die Jurisdiktionen und Rahmenwerke in den Überseestaaten haben sich stetig weiterentwickelt, sodass zumindest auf Basis des Gesetzesvergleichs für einige Überseemärkte ein hohes Maß an Übereinstimmung attestiert werden kann.

Nach Angaben des European Covered Bond Council (ECBC) weisen die Covered Bond-

Regime in Jurisdiktionen wie Kanada (95 Prozent), dem Vereinigten Königreich (86 Prozent) und Singapur (82 Prozent) die höchsten Übereinstimmungsgrade mit den Vorgaben der EU-Richtlinie auf. Im Sinne eines Reziprozitätsgedankens profitieren Kanada und das Vereinigte Königreich bereits schon heute davon, dass in ihrem Rechtsrahmen emittierte Covered Bonds vom Eurosystem als notenbankfähige Sicherheiten anerkannt werden.

Reziprozität als Schlüssel

Mit Blick auf die breite Eignung von EU-Covered Bonds als Sicherheiten bei der

Bank of England sowie der Bank of Canada besteht aber durchaus noch Handlungsbedarf. Die jüngsten Ankündigungen beziehungsweise Vorschläge des kanadischen Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) sind in diesem Kontext durchaus zu begrüßen, da sie bei Annahme und Umsetzung einen wichtigen Meilenstein bei der Angleichung regulatorischer Standards auch für Covered Bonds markieren würden. Dies darf auch so interpretiert werden, dass Reziprozität hier als Schlüssel anzusehen ist.

Daneben gibt es aber auch andere notwendige Bedingungen für ein Äquivalenzregime. Diese erstrecken sich über die Bedeutung der heimischen Investorenbasis in den Drittländern, den Anteil der in Euro denominierten Emissionen gegenüber den ausstehenden Covered Bonds in heimischer Währung sowie das Wachstumspotenzial des jeweiligen Drittmarktes. Würden wir heute einen Kandidaten mit den besten Chancen benennen müssen, wäre dies sicherlich das Vereinigte Königreich, wenngleich die dort ansässigen Emittenten zuletzt weniger aktiv im EUR-Benchmarksegment waren.

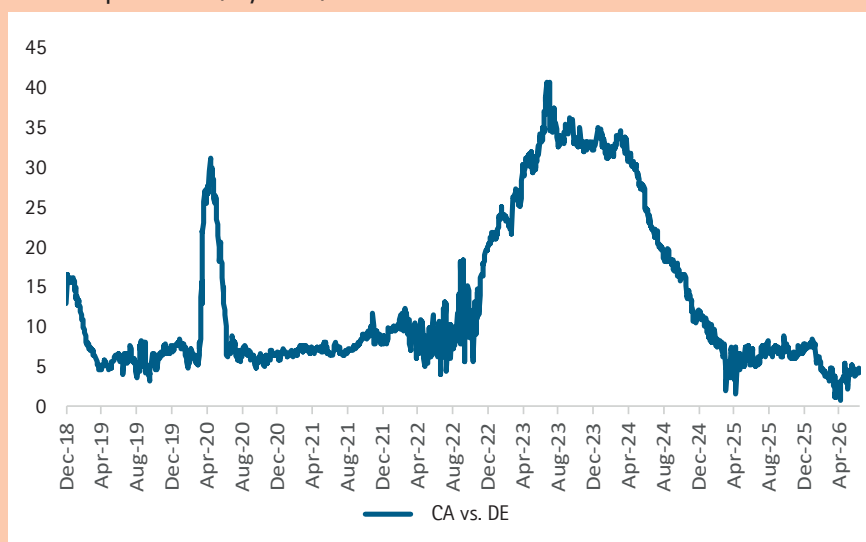
Vergleich der Spreads

Diese Einschätzung spiegelt sich im aktuellen Spreadgefüge auf den ersten Blick nicht unbedingt wider. Tatsächlich sind es die Kanadier, die vergleichsweise eng zu deutschen Pfandbriefen handeln (vgl. Abbildungen 2–4). Die weiteren UK Spreads sind dabei tatsächlich eher auf durch das Sentiment getriebene Faktoren zurückzuführen, die in engem Zusammenhang mit der fiskalischen Lage des Haushalts stehen.

Noch offenkundiger trifft dies auf den Vergleich der Covered Bond-Spreads in Kanada und Frankreich zu. Denn auch wenn sich die französischen Covered Bonds gegenüber französischen Staatsanleihen als robust erweisen, weiteten sich die Spreads zu kanadischen Covered Bonds in der generischen Betrachtung so weit aus, dass Kanadier am aktuellen Rand deutlich enger als ihre französischen Pendanten handeln. Dieser Preisunterschied ist nicht durch Regulatorik zu erklären. Gleichwohl schmälert dies nicht die Bedeutung der regulatorischen Präferenz von europäischen Covered Bonds heute beziehungsweise eines reziproken Äquivalenzregimes in der Zukunft.

Regulatorische Einflüsse auf Spreads können genauso wie Fundamentalfaktoren durch Regimewechsel, Sentimentaspekte oder auch Relative-Value-Betrachtungen

Abbildung 3: Spreddifferenz Covered Bonds CA vs. DE auf Basis von BVAL I-Spreads BID, 5y AAA;



Quelle: NORD/LB, Bloomberg

überlagert werden. Die Bedeutung der regulatorischen Behandlung kommt darüber hinaus auch durch die Diskussionen zum Ausdruck, die im Zusammenhang mit den Ausarbeitungen zu einem „Verbriefungspaket“ standen. So sieht das Paket insbesondere vor, Verbriefungen in Abhängigkeit von ihrer Kreditqualität regulatorisch deutlich stärker zu präferieren. Dies würde ohne eine Anpassung des bestmöglichen Risikogewichts für EU Covered Bonds zu einer relativen Benachteiligung von Covered Bonds gegenüber Verbriefungen mit Top-Qualität führen. Zwischenzeitliche Versionen des für die Trilogverhandlungen vorbereiteten Vorschlags enthielten hier entsprechende Anpassungen bei Covered Bonds (Risikogewicht und LGD), die diese relative Benachteiligung bei KSA-Risikogewicht und LGD für Covered Bonds beispielsweise mit einem bestmöglichen KSA-Risikogewicht von 5 Prozent zu verhindern gedenken.

Eine entsprechende CRR-Überarbeitung hätte durchaus einen Nachfrageimpuls für Covered Bonds auslösen können, der wiederum die Spreads unterstützt hätte. Schließlich wäre es auch zu einer relativen Besserstellung gegenüber Sovereign Bonds oder Anleihen aus dem regulatorisch bevorzugten SSA-Universum gekommen. Der in die Trilogverhandlungen zwischen Rat, Kommission und Parlament eingegangene Vorschlag enthält nunmehr keine Anpassungen für die regulatorische Präferenz von Covered Bonds. Der Rückgriff auf die frühere Version ist damit sehr unwahrscheinlich. Dies sollte allerdings nicht zu einer Spreadausweitung führen, da die regulatorische Besserstellung auf der Verbriefungsseite keinen negativen Nachfrageschock auslösen dürfte.

Weiterentwicklung mit dem richtigen Maß

Die Weiterentwicklung des Covered-Bond-Marktes ist eng mit der regulatorischen Behandlung verbunden. Im Zeitablauf sind regulatorische Aspekte wie die Eigenkapitalbelastung oder auch die Eignung als HQLA stets von hoher Bedeutung für die Anleger und damit auch für die Spreadentwicklung gewesen. Zwischenzeitliche Überlagerungen dieser regulatorischen Einflussfaktoren auf die Spreadentwicklung haben wir zwar durchaus beobachtet. Dies ändert aber nichts daran, dass die regulatorische Behandlung von Covered Bonds der Weiterentwicklung der Assetklasse zugutekommt.

Eine Weiterentwicklung muss aber auch immer mit dem richtigen Maß erfolgen. Insofern überrascht auch die aktuelle Diskus-

Abbildung 4: Spreddifferenz Covered Bonds CA vs. FR auf Basis von BVAL I-Spreads BID, 5y AAA;



Quelle: NORD/LB, Bloomberg

sion im Hinblick auf European Secured Notes nicht. Dabei ist es erstmal nicht relevant, ob es sich formal um Covered Bonds oder „nur“ ein verwandtes Dual-Resourse-Produkt handelt. Vielmehr stellt sich eher die Frage, ob der Regulator hier perspektivisch hinreichende Bedingungen für eine regulatorische Präferenz von ESN sieht. Das erfolgreiche ESN-Debut von Bpifrance aus dem Juni 2026 wird im KSA gemäß CRR regulatorisch mit dem bestmöglichen Risikogewicht einer unbesicherten Emission versehen und ein Einsatz als HQLA im Kontext des LCR-Managements ist nicht gegeben.

Im Hinblick auf dieses neue Produkt wird es also zunächst darauf ankommen, eine gesetzliche Grundlage zu schaffen, die dann auch in die regulatorische Behandlung Einfluss nimmt. Auswirkungen auf die Covered Bond-Spreads sind auf absehbare Zeit damit noch nicht zu sehen. Tatsächlich ist dem Themenfeld der Drittstaatenäquivalenz eine wesentlich größere Chance zuzusprechen, zu einem Spreadtreiber zu werden. Auch hier steht noch ein langer Prozess aus. Der zum Teil hohe Übereinstimmungsgrad der gesetzlichen Rahmenwerke, der eine Vergleichbarkeit unter Risikoaspekten begünstigt, stellt aber eine gute Ausgangslage dar.