Im Fokus: Covered Bonds
12. Januar 2026

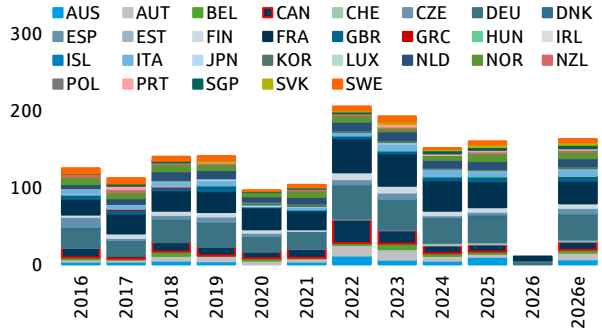
Auf die Plätze, fertig, los!

Das Jahr 2026 hat 256 EZB-Target-Tage. Abzüglich ca. 25 Tage Sommerloch, 17 Tage Emissionsflaute vor dem Jahreswechsel im Dezember 2026, drei bis vier Brückentage, fünf Tage ECBC-Konferenz sowie der Tatsache, dass an den übrigen ca. 40 Freitagen ungern emittiert wird, ergeben sich 165 effektive Emissionstage. Unter der zusätzlichen Annahme, dass die Emissionsfenster aufgrund weltpolitischer Externalitäten für zwei bis drei Wochen im Jahr geschlossen sind, schrumpft die Zahl weiter auf 150 Tage.

Dass in diesem Zeitraum laut unserer eher zurückhaltenden Prognose dennoch Neuemissionen in Höhe von 162 Mrd. EUR platziert werden sollen, erscheint durchaus realistisch. So stellt diese Summe keine dramatische Veränderung zu den 160 Mrd. EUR aus dem Jahr 2025 dar. Zudem wird die Platzierung vermutlich von der Nachfrageseite unterstützt. Stichworte sind hier die Fälligkeiten in Höhe von 157 Mrd. EUR und das sich ändernde Investitionsverhalten niederländischer Pensionsfonds. Und überhaupt ist Emissionszurückhaltung nicht unbedingt das Gebot der Stunde – immerhin sind die Emissionsbedingungen im Januar 2026, wie bereits in unserem Ausblick vom November dargelegt, deutlich solider als vor Jahresfrist.

Es gibt viel zu tun – Packen wir's an

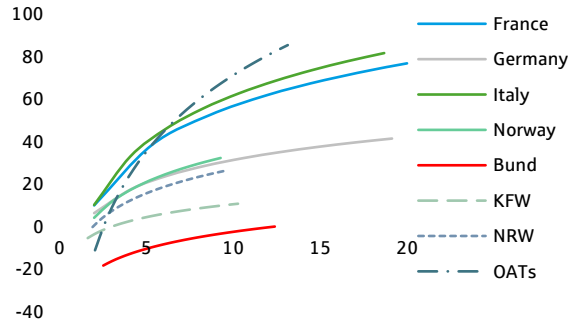
EUR Benchmark Covered Bond Emissionen inkl. Erwartungen für 2026



Quellen: Esso Deutschland, Bloomberg, Helaba Research & Advisory

OATs geben Französischen Covered Bonds Luft zum Atmen

Covered Bond Spread Strukturkurven im Vergleich zu Solva Null



Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Dies trifft insbesondere auf französische Covered Bonds zu. Seit einiger Zeit ist die Strukturkurve der OATs steiler als die der französischen Covered Bonds. Der Schnittpunkt, ab dem OATs am Sekundärmarkt tendenziell günstiger gehandelt werden als französische Covered Bonds, schwankt um eine Duration von etwa fünfeinhalb Jahren. Zuletzt entspannte sich die Situation: Lag der Schnittpunkt im November noch bei einer Duration von 4,3 Jahren, so sorgte die starke Jahresendperformance der OATs dafür, dass er sich auf aktuell etwa 6 Jahre Duration verschob. Dies war zuletzt im Juni 2025 der Fall und bedeutet, wie wir im nächsten Abschnitt präzisieren werden, dass längere Laufzeiten für französische Covered Bond-Emittenten leichter zugänglich werden.

Der 2026er Marathon beginnt mit einem Sprint

Die Covered Bond-Emittenten scheinen die obigen Überlegungen bezüglich der Anzahl der Handelstage, des Investitionsdrucks und der möglichen geschlossenen Emissionsfenster im Laufe des Jahres zu beherzigen. Ohne viel Federlesen wurden die Emissionsmaschinen angeworfen, allein in den ersten vier Handelstagen elf Transaktionen mandatiert und teilweise auch schon platziert. Die sich abzeichnenden ersten Trends sind unseres Erachtens:

- **Laufzeitenwahl**: 7-10 Jahre überwiegen – 5 Jahre sind die Ausnahme. Kürzere Laufzeiten wurden bis dato nicht gewählt.
- **Anlagedruck (I)**: Transaktionen sind substanziell überzeichnet (bis zu 10x). Der Trend der hohen Überzeichnungsquoten aus dem 4Q 2025 verfestigt sich.
- **Anlagedruck (II)**: keine Anzeichen für Bodenbildung bei Spreads: Neuemissionsprämien bestenfalls bei null, französische Covered Bonds bei OAT minus x.
- **Size**: offenbar darf es „ein bisschen mehr sein".

Insbesondere die länger laufenden französischen Emissionen der CMARK und der BPCECB (jeweils 10 Jahre), der ACASCF (7 Jahre) und der Dual-Tranche CRH (5 Jahre und 10 Jahre) demonstrierten eindrucksvoll, wie aufnahmebereit der Primärmarkt für französische Covered Bonds auf Niveaus substanziell unterhalb von OATs ist: Die 10-jährigen Covered Bonds wurden etwa bei OATs -11 bis -13 Basispunkte platziert, die 7-jährigen bei OATs -6 Basispunkte. Trotzdem ergaben sich weit überdurchschnittliche Überzeichnungsniveaus zwischen dem 5- und dem 10-fachen. Die Emanzipation von Covered Bonds von den Handelsniveaus fiskalisch angeschlagener Staaten dürfte neue Fahrt aufnehmen.

Emissionsliste

Datum	ISIN	Ticker	Whg	Vol*	Fälligk.	Kupon	Spread	IPT	NIP**	Lead Managers
09.01.2026	DE000NLB54C6	NDB	EUR	750	Feb-2033	2,875	24 bp	31 bp	2 bp	BAYLABA, DZ, CAI, NDB, UNIC
09.01.2026	FR0014015HK6	CAFFIL	EUR	1000	Jan-2036	3,375	51 bp	62 bp	-4 bp	BNP, CAI, JPM, NATX, NDB
08.01.2026	DE000CZ457U8	CMZB	EUR	1250	Jan-2036	3,125	27 bp	35 bp	1 bp	ABN, BAYLABA, COBA, DZ, ERSTBK, HELABA, NATX, NORDEA
08.01.2026	DE000CZ457V6	CMZB	EUR	1250	Jan-2031	2,625	17 bp	25 bp	1 bp	COBA, ABN, BAYLABA, DZ, ERSTBK, HELABA, NATX, NORDEA
08.01.2026	FR0014015E17	BPCECB	EUR	1500	Jan-2036	3,375	52 bp	62 bp	1 bp	BBVASM, COBA, CAI, ERSTBK, ING, NATX, NYKR, UNIC
07.01.2026	DE000A4DFKQ8	DZHYP	EUR	1000	Jan-2036	3,125	28 bp	35 bp	3 bp	DANSKE, DZ, ERSTBK, LBBW, NATX, Scotia
07.01.2026	DE000HV2A1C7	HVB	EUR	1500	Jan-2031	2,625	21 bp	30 bp	-3 bp	BAYLABA, HELABA, NORDEA, NDB, RBI, Scotia, UNIC
07.01.2026	FR0014015F81	ACASCF	EUR	750	Jan-2033	3	41 bp	50 bp	2 bp	BBVASM, SCH, CAI, DZ, NATX, NDB
07.01.2026	FR0014015FU9	CRH	EUR	1250	Jan-2031	2,75	29 bp	38 bp	-3 bp	COBA, CAI, LBBW, NATX, SCH, SG, UBS
06.01.2026	FR0014015FV7	CRH	EUR	500	Jan-2036	3,375	54 bp	63 bp	0 bp	SCH, COBA, CAI, LBBW, NATX, SG, UBS
05.01.2026	FR0014015EI7	CMARK	EUR	750	Jan-2036	3,503	56 bp	64 bp	4 bp	CAI, CMA, DZ, ING, LBBW, NATX

*in EUR Mio.
**eigene Schätzung
Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory

Fazit: Kaum hat das Jahr begonnen, stehen bereits über 10 Mrd. EUR auf der Emissionsuhr. Der Markt wirkt grundsätzlich stabil, wenngleich man die Emissionswelle – insbesondere im Hinblick auf die jüngsten geopolitischen Entwicklungen – durchaus als Versuch interpretieren kann, die Schäfchen schnellstmöglich ins Trockene zu bringen.

Im Folgenden wenden wir unseren Blick auf einige Themen, die zuletzt diskutiert wurden: **die in Aussicht gestellte Änderung des Standard-Risikogewichtes für Covered Bonds und die bevorstehende Erweiterung des Covered Bond-Universums durch die Israelische Bank Leumi.**

Aus 10 % mach 5 % – Rückenwind für Covered Bonds von Seiten regulatorischer Eigenkapitalanforderungen?

Das Fragezeichen in der Überschrift ist tatsächlich mehrdeutig. Zum einen ist die Änderung des regulatorischen Eigenkapitalgewichts noch keine beschlossene Sache, sondern **lediglich ein Entwurfsvorschlag.** Wann und in welcher Form eine Verringerung des Risikogewichts wirksam wird, ist derzeit völlig offen.

Zum anderen stellt sich die Frage nach der Stärke des Rückenwindes: Zunächst klingt die Halbierung des Risikogewichtes grundsätzlich erheblich, sowohl im Sinne der kalkulatorischen Eigenkapitalkosten als auch in der relativen Bewertung gegenüber unbesicherten Bankanleihen (Vergrößerung der regulatorischen Bevorzugung von Covered Bonds) sowie gegenüber dem Solva-Null-Sektor, dessen regulatorischer Vorsprung schmilzt.
Dieser vermeintlichen Besserstellung steht jedoch entgegen, dass Änderungen der Eigenkapitalanforderungen nur für Bankinvestoren relevant sind, die im langfristigen Durchschnitt lediglich rund 50 % der Investorenbasis

von Covered Bonds ausmachen. Zudem nimmt der Anteil von Bankinvestoren mit steigender Laufzeit tendenziell ab.

Fazit: Dass der Wind von hinten kommt, steht außer Frage. Die Auswirkungen auf jeden einzelnen Covered Bond sind jedoch zu individuell, als dass sie sich pauschal quantifizieren ließen. In jedem Fall nährt es die Marktfantasien darüber, dass sich der Spread zwischen Covered Bonds und Solva-Null-Investments weiter einengen könnte.

Neue Länder, neue Emittenten: Israels Bank Leumi steht in den Startlöchern

Die Bank Leumi, die größte Bank Israels gemessen an Vermögenswerten und Marktkapitalisierung, ist im Begriff, das Covered-Bond-Universum zu erweitern. Vorbehaltlich der Marktbedingungen könnte in naher Zukunft eine erste auf Euro lautende, ausschließlich nach Reg S emittierte 5-jährige Benchmark-Anleihe erfolgen, die zu 100 % durch israelische Wohnimmobilienhypotheken besichert ist.

Moody's stellt den Papieren ein Rating von Aa3 in Aussicht, Fitch von AA-. Der Staat Israel wird von den beiden Agenturen gegenwärtig mit Baa1 und A jeweils mit negativem Ausblick eingestuft.

Israel bietet seinen Banken derzeit noch keine gesetzliche Grundlage zur Begebung von Covered Bonds. Bank Leumi wählte deshalb den in anderen Ländern bereits beschrittenen Pfad und strukturierte die Covered Bonds auf Basis allgemeiner gesetzlicher Grundlagen. Wie in der überwiegenden Zahl vergleichbarer Fälle in der Vergangenheit wurde auch bei Bank Leumi das SPV-Modell gewählt: Hierbei überträgt die Bank Deckungswerte an eine Zweckgesellschaft. Die Zweckgesellschaft agiert in der Folge als Garantiegeber für eine von der Bank Leumi begebene Anleihe und stellt so einen doppelten Anspruch des Anleihekäufers sicher. Dieses Modell, das ursprünglich von britischen Banken entwickelt wurde, kommt beispielsweise in Italien und Kanada in Gesetzesform zur Anwendung. Der entscheidende Unterschied liegt in der Dokumentation der Anleihe: Emissionen, die auf explizite Covered Bond-Gesetze basieren, beruhen auf einem gewissen gesetzgeberischen Gestaltungswillen, was Kollisionen mit anderen Gesetzesnormen abschwächt. Bei strukturierten Covered Bonds müssen dagegen alle Anknüpfungspunkte mit bestehenden Gesetzen vom Strukturierer bedacht werden, was Umfang und Komplexität der Dokumentation deutlich erhöht. Israel wäre jedoch nicht das erste Land, in dem ein florierender regulärer Covered Bond-Markt mit einem strukturierten Produkt seinen Anfang nimmt.

Israel ist in sechs Bezirke unterteilt. Auf den Bezirk Tel Aviv entfallen 19,3 %, auf den Bezirk Haifa 14,7 % und auf den Bezirk Jerusalem 9,8 % der Deckungsmasse. Der bevölkerungsreichste Zentralbezirk steuert 32,8 % zur gesamten Deckungsmasse bei, der Süddistrikt 14,7 % und der Norddistrikt 8,5 %. Judäa und Samaria (allgemein als Westjordanland bezeichnet) sind nicht israelisches Staatsgebiet und finden somit auch keine Berücksichtigung in der Deckungsmasse. Die Hypothekenkredite in der Deckungsmasse müssen folgenden Kriterien genügen:

- Max. LTV 75 % und max. Darlehenshöhe: 5 Mio. NIS (äquivalent 1,35 Mio. EUR)
- Darlehenswährung NIS
- Besicherung nur durch in Israel belegene Immobilien
- Kein Buy-to-Let
- Darlehensnehmer sind natürliche Personen, die nicht bei Bank Leumi beschäftigt sind
- Jedes Darlehen wird vollständig ausgezahlt und ist annuitätisch zu tilgen
- Alle Darlehen sind performant

Wir stehen der Transaktionen aus vielerlei Gründen positiv gegenüber. Zum einen zeigt die steigende Zahl an Covered Bond-Ländern die Attraktivität besicherter Bankrefinanzierung. Zum anderen könnte die Emission aus Israel Wegbereiter für weitere Covered Bonds aus Ländern mit etwas niedrigerem Rating sein, wie beispielsweise Chile, Malaysia oder Thailand.

Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Ihr Ansprechpartner



Florian Hillenbrand, CFA (fh)
Senior Covered Bond Analyst
Helaba Research & Advisory
T 069/91 32-40 79

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory
Redaktion
Stefan Rausch
Corporate Research & Advisory

verantwortlich
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: http://www.helaba.de

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.