



# Kapitalmärkte Blickpunkt

LBBW Research | Privat- und Unternehmenskunden

## Der Schuldcheinmarkt zeigt sich resilient

### In aller Kürze:

- Neuvolume von SSD und Transaktionszahl 2024 mit 9 % leicht unter Vorjahr.
- SSD bieten Unternehmen Vorteile. In den einzelnen Transaktionen reges Investoreninteresse.
- Weite Bandbreite bei Volumen, Laufzeiten, Herkunftsländern, Branchen, Nachhaltigkeitsaspekten.

**Barbara Ambrus**  
Research für Unternehmenskunden  
+49 711 127-73461  
barbara.ambrus@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de  
[www.LBBW.de/Research](http://www.LBBW.de/Research)

## Einleitung

Unternehmen blieben im vergangenen Jahr zurückhaltend mit Investitionen im Kontext eines weiterhin schwierigen konjunkturellen Umfelds. Das wirkte sich auch auf den Schuldcheinmarkt aus. Zudem nutzten große Konzerne rege den Anleihemarkt für Finanzierungen. Ungeachtet dessen schätzten viele Unternehmen die vergleichsweise höhere Flexibilität und den geringeren Aufwand bei Schuldcheindarlehen (SSD). Das Neuvolume von SSD in Höhe von rd. 20,7 Mrd. EUR und die Transaktionszahl lagen im vergangenen Jahr jeweils um 9 % unter dem Vorjahr. Damit bewies das Instrument wieder seine Resilienz und Attraktivität. Gleichermassen registrierten wir weiterhin eine rege Anlagenanfrage nach SSD. Unternehmen aus 12 Branchen mit einem Auslandsanteil von 34 % boten Investoren am SSD-Markt 2024 wieder eine umfangreiche Auswahl. Angesichts der konjunkturellen Entwicklungen analysierten Investoren die Einzelfälle allerdings intensiver. Nachhaltigkeitsaspekte spielen weiterhin eine wichtige Rolle. Aufgrund der verbesserten Berichte der Unternehmen zu diesem Thema verlieren spezielle Nachhaltigkeits-Links in den Transaktionen jedoch an Bedeutung.

---

**Unternehmen schätzen die Flexibilität**

---

# Schuldscheinmarkt unter Vorjahr

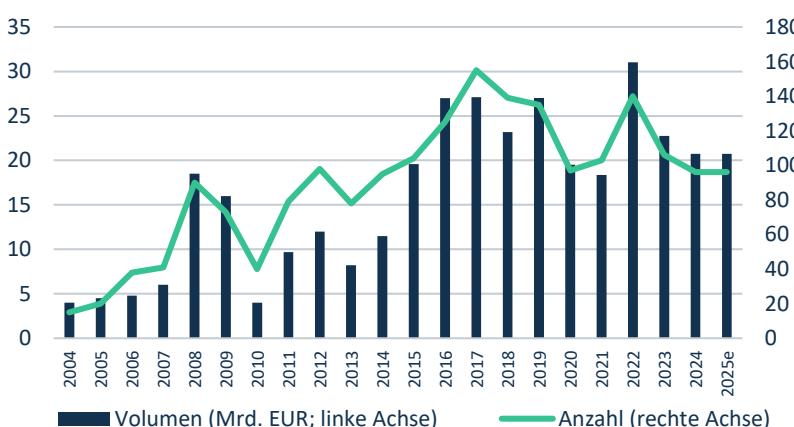
## Ausblick verhalten

Die deutsche Wirtschaft dürfte 2024 stagniert haben, nach einem leichten BIP-Rückgang um 0,1 % im Jahr davor. Für 2025 erwarten wir angesichts der internationalen Konflikte, der Belastungen durch die angekündigten Zölle der neuen US-Regierung und der verhaltenen Nachfrageaussichten eine Schrumpfung um 0,2 %. Auch das bereits geringe Wirtschaftswachstum im gesamten Euroraum im Jahr 2024 von 0,8 % dürfte sich im laufenden Jahr weiter auf 0,4 % abschwächen. Vor diesem Hintergrund rechnen wir damit, dass die EZB auf Lockerungskurs bleibt. Wir erwarten fünf weitere Zinssenkungen um je 25 Basispunkte im Jahr 2025, der Einlagenatz und der Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte fallen dann leicht unter 2 %. Dies und eine langsam anziehende Nachfrage, Nachholbedarfe sowie Auslandsexpansionen dürften die Investitionen der Unternehmen und damit auch die Refinanzierungsnotwendigkeiten zum Jahresende beleben. Interessant wird, inwiefern die von der neuen US-Regierung angekündigten Einfuhrzölle die Investitionen deutscher Firmen in den USA ankurbeln.

Für den Schuldscheinmarkt erwarten wir im laufenden Jahr eine mit dem vergangenen Jahr vergleichbare Entwicklung. Neuvolume und Transaktionszahl dürften seitwärts tendieren.

**Abb. 1: SSD-Primärmarktvolumen Jahresdaten**

Gesamtjahre Volumen und SSD-Anzahl inklusive Schätzung für 2025



Quelle: LBBW Debt Capital Markets, LBBW Research

## Für Unternehmen und Anleger attraktiv

Unternehmen dürften an Schuldscheinen auch weiterhin die Flexibilität bei den Laufzeiten, einen im Vergleich zu Kapitalmarktplatzierungen geringeren Dokumentationsaufwand sowie das attraktive Pricing schätzen.

Auch von Seiten der Investoren verzeichnen wir nach wie vor ein reges Interesse. Dazu dürfte beitragen, dass vor allem solche Unternehmen Schuldscheindarlehen als Finanzierungsmittel nutzen, die investment-grade-konforme Finanzkennzahlen aufweisen. Dabei bleibt es für die Schuldner wichtig, ihre Nachhaltigkeitsstrategie transparent und möglichst konkret darzustellen. Auch andere unternehmensspezifische Kennziffern werden im aktuell konjunkturell schwierigen Umfeld genauer unter die Lupe genommen.

## Weitere Zinssenkungen erwartet

## Stabile Entwicklung erwartet

## SSD-Bedingungen sind attraktiv

## Nachfrage von Investoren gut

# Solides viertes Quartal

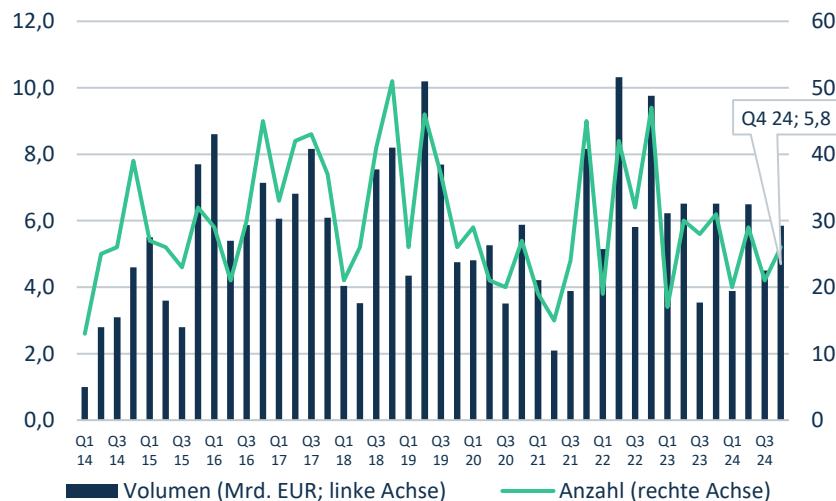
Q4 unter Vorjahr, aber über Q3

Das Neuvolume am SSD-Markt erreichte im vierten Quartal 2024 5,8 Mrd. EUR (gemessen an den Valutierungen). Im Vergleich zum Vorjahresquartal entspricht das einem Rückgang um 10 %. Die Anzahl von 26 neuen SSD war um 16 % niedriger als im vierten Quartal 2023, in dem 31 Transaktionen an den Markt kamen.

Im Vergleich innerhalb des Jahres 2024 rangiert das letzte Viertel sowohl im Hinblick auf das Volumen als auch auf die Anzahl neuer SSD an zweiter Stelle hinter dem stärkeren zweiten Quartal. Historisch gesehen wies das vierte Quartal in den Jahren seit 2010 mehrheitlich das höchste Volumen auf oder stand an zweiter Stelle gemessen an der Größe der Quartale eines Jahres.

Im Vergleich zu den Schlussquartalen der vergangenen zehn Jahre, 2014 bis 2023, fiel das Jahresende 2024 in Hinsicht auf das Volumen leicht und die Transaktionszahl merklich unterdurchschnittlich aus.

**Abb. 2: SSD-Primärmarktvolumen auf Quartalsbasis**

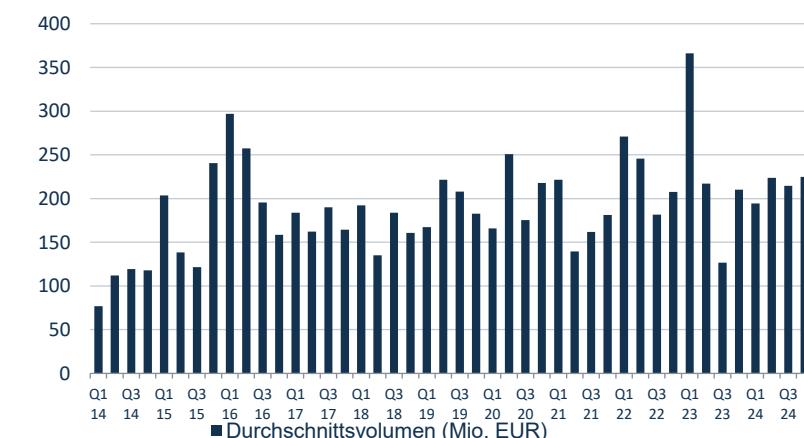


Quelle: LBBW Debt Capital Markets, LBBW Research

Mittlere Volumen und Laufzeiten dominant

Das Durchschnittsvolumen lag im vierten Quartal 2024 mit 225 Mio. EUR um 7 % über dem entsprechenden Vorjahreszeitraum. Im Vergleich zum Zehnjahresdurchschnitt der Jahre 2014 bis 2023 fiel das letzte Viertel des vergangenen Jahres um 22 % höher aus.

**Abb. 3: Durchschnittsvolumen Quartale**



Quelle: LBBW Debt Capital Markets, LBBW Research

**Volumen und Anzahl unter Vorjahr**

**Höhere durchschnittliche Transaktionsgröße**

Emissionen von mittlerem Volumen, also zwischen 200 und 500 Mio. EUR, steuerten gut die Hälfte zum Gesamtmarkt bei. Mehr als 20 % stammte von solchen mit einem Umfang unter 200 Mio. EUR. Die zwei SSD über mehr als 500 Mio. EUR vereinten nach Daten der LBBW einen Anteil von gut einem Viertel auf sich. Das größere der beiden erreichte eine Höhe von 900 Mio. EUR.

Beim Blick auf die Laufzeiten berücksichtigen wir, dass SSD-Transaktionen in der Regel aus mehr als einer Tranche bestehen. Die Tranchen weisen unterschiedliche Größen und Fälligkeiten auf. Nach Daten der LBBW kam mehr als die Hälfte aller SSD-Teilbeträge mit einer mittleren Laufzeit (vier bis sieben Jahre) an den Markt. Tranchen mit weniger als 4 Jahren bestritten etwa ein Drittel. Lange Laufzeiten von mehr als 7 Jahren zählen wir bei lediglich einem Zehntel aller SSD-Tranchen. Die Verteilung der Laufzeiten war im Vergleich zu den vergangenen Jahren damit normal und steht aktuell auch im Kontext der konjunkturellen Gesamtsituation. Ein Vorteil von SSD im Vergleich zu anderen Finanzierungsformen wie Anleihen ist generell, dass sie aus unterschiedlichen Laufzeiten zusammengesetzt werden können. Das ermöglicht Unternehmen eine gute Diversifizierung der Fälligkeiten auch bei großen Volumen. Sehr lange Laufzeiten sind am SSD-Markt insbesondere für Unternehmen mit gutem externem Rating bzw. defensivem Geschäftsmodell möglich.

---

## 2 große SSD

---

### Dominanz mittlerer Laufzeiten

---

### Diversifizierung möglich

---

## Gesamtjahr robust

### Volumen leicht unterdurchschnittlich

Der SSD-Markt lag im Gesamtjahr 2024 um 9 % unter dem Vorjahr: Das Neuvolume summierte sich auf 20,7 Mrd. EUR, die Anzahl der Transaktionen erreichte 96 SSD.

Im Vergleich zum Durchschnitt der letzten zehn Jahre fiel das Volumen 2024 um 9 % schwächer aus. Die Transaktionszahl lag um 18 % darunter.

### Auslandsanteil etwa ein Drittel

Der Anteil neuer SSD von Unternehmen aus Ländern außerhalb Deutschlands erreichte 2024 34 %. Das lag im Rahmen der Vorjahre, in denen der Auslandsanteil zwischen 30 % (2021) und 38 % (2022) schwankte.

Unternehmen aus Deutschland bestritten 2024 66 % aller SSD-Emissionen. Darauf folgte Österreich mit 8 %. Aus der Schweiz stammten 5 % der Emissionen. Unternehmen aus dem DACH-Raum dominierten damit den SSD-Markt wieder deutlich mit einem Anteil von zusammen 79 %. Dies lag etwa auf dem Niveau von 2022 und 2018. Gegenüber 2023 nahm der Anteil der Transaktionen aus dem deutschsprachigen Raum damit um 9 Prozentpunkte ab.

Im Gegenzug waren französische und italienische Unternehmen im vergangenen Jahr am SSD-Markt vergleichsweise aktiv. Sie erreichten Anteile von 8 % bzw. 7 % und erwiesen sich damit als die wichtigsten Herkunftsländer außerhalb der DACH-Region. Aus dem restlichen Europa stammten 5 % der Emissionen.

---

### Gesamtvolumen solide

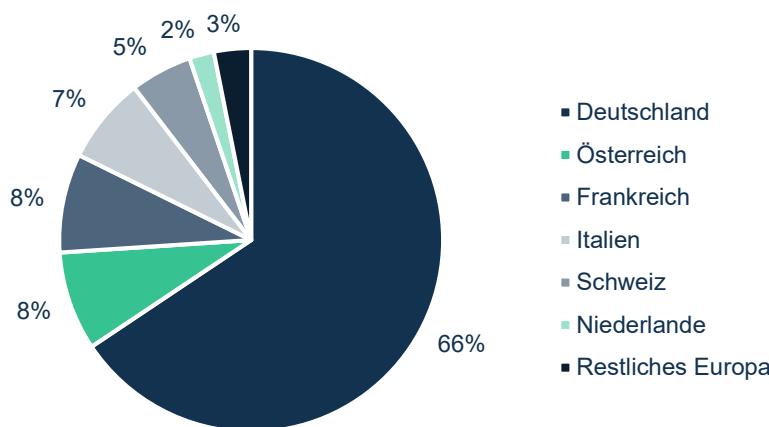
---

### Anteil der DACH-Region 79 %

---

**Abb. 4: Herkunftsländer der SSD-Emittenten**

Anteile in % des Gesamtmarkts an der SSD-Anzahl



Quelle: LBBW Debt Capital Markets, LBBW Research

## Breite Branchenverteilung

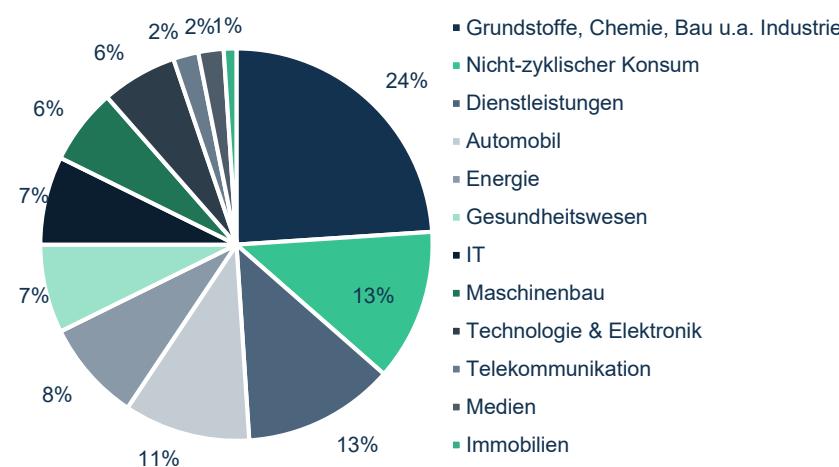
Die Branchenverteilung umfasste im vergangenen Jahr ein ausgesprochen breites Spektrum und fiel ähnlich wie in den Vorjahren aus. Für Investoren bot sich damit eine vielfältige Branchenauswahl.

Der Bereich Basic Industry (Grundstoffe, Chemie, Bau und andere Industrie) dominierte mit einem Anteil von 24 % an den Transaktionen. Nicht-zyklischer Konsum und Dienstleistungen erreichten jeweils 13 %. Darauf folgten Automobil mit 11 % und Energie mit 8 %. Nennenswerte Anteile entfielen zudem auf die Branchen Gesundheitswesen und IT mit jeweils 7 % sowie Maschinenbau und Technologie/ Elektronik mit je 6 %. Aus dem Immobilienbereich, der lange konjunkturbedingt durch Abwesenheit vom SSD-Markt auffiel, war eine Transaktion zu verzeichnen. Dies unterstreicht auch hier die Aufnahmefähigkeit des SSD-Marktes, wenn die entsprechenden Rahmenparameter passen.

## SSD aus zwölf Branchen

**Abb. 5: Branchen der SSD-Unternehmen**

Anteile in % des Gesamtmarkts an der SSD-Anzahl



Quelle: LBBW Debt Capital Markets, LBBW Research

## Kleinere Volumen und kürzere Laufzeiten

Auf mittlere SSD in der Größenordnung 200 bis 500 Mio. EUR entfiel gut die Hälfte des Volumens. SSD mit einem Betrag unter 200 Mio. EUR erreichten nach Daten der LBBW einen Anteil von etwa einem Viertel. Gut ein Fünftel machten SSD mit einer Größe über 500 Mio. EUR aus. Die zwei größten Transaktionen des Jahres unterstreichen mit EUR 1.150 Mio. bzw. EUR 900 Mio. weiterhin das Potential des SSD-Marktes.

Die Analyse der Laufzeitenverteilung zeigt, dass diese im Gesamtjahr vergleichbar mit dem vierten Quartal ausfiel: Gut ein Drittel der SSD-Tranchen wiesen eine Duration unter 4 Jahren auf, über die Hälfte lag zwischen 4 und 7 Jahren. Laufzeiten über 7 Jahren bestritten einen Anteil an allen Tranchen von etwas mehr als 10 %.

## Mittelgroße SSD dominieren

## Nachhaltigkeit steht weiterhin im Fokus von Investoren

### Der Anteil nachhaltiger SSD sinkt

2024 waren weniger Emissionen mit Nachhaltigkeitsmerkmalen (Green/Social- und ESG-linked) zu verzeichnen als im Vorjahr. Dies liegt insbesondere an den Effekten aus der CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive). Die qualitativ immer besseren Berichte der Unternehmen machen den dezidierten Einbau eines Nachhaltigkeitslinks in den Transaktionen oftmals überflüssig.

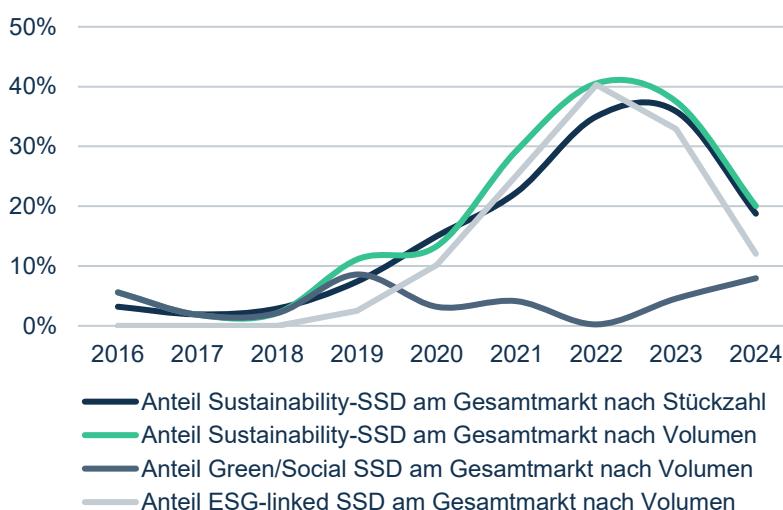
Im vierten Quartal fiel eine Social-SSD-Transaktion mit einem hohen Volumen von 500 Mio. EUR auf. Das Papier der Asklepios Kliniken stieß auf großes Investoreninteresse. Die Emissionserlöse wurden dem Bereich der sozialen Gesundheitsinfrastruktur zugeordnet.

Transaktionen mit Nachhaltigkeitsmerkmalen erreichten mit 4,2 Mrd. EUR einen Volumenanteil von 20 % an allen neuen SSD, was noch unter dem Jahr 2021 liegt (29 %). Die Jahre 2022 und 2023 hatten hier mit 41 % und 37 % Höchststände markiert. Die Zahl von 18 nachhaltigen SSD 2024 entspricht einem Marktanteil von 19 %.

## Social-SSD stößt auf hohes Investoreninteresse

**Abb. 6: Anteil nachhaltiger SSD am Gesamtmarkt**

Gesamtjahre



Quelle: LBBW Debt Capital Markets, LBBW Research

## Finanzierung grüner Projekte gestiegen

ESG-linked SSD erreichten im Jahr 2024 mit 2,5 Mrd. EUR einen Anteil von 12 % aller Neuemissionen. Das war deutlich weniger als in den Vorjahren. Auch die Anzahl von 12 Stück war weit niedriger. Dagegen waren im vergangenen Jahr mehr Green bzw. Social SSD zu verzeichnen als in den Vorjahren. Die zusammen 6 SSD erreichten einen Volumenanteil von 8 % am Gesamtmarkt, was die vier Vorjahre merklich übertraf.

Bei ESG-linked SSD ist ein Teil der Marge beziehungsweise des Kupons an das externe Nachhaltigkeitsrating des Unternehmens oder an unternehmensspezifische Nachhaltigkeitsindikatoren gekoppelt. Aus Sicht der Unternehmen dürfte insbesondere die freie Verwendbarkeit der Mittel ein wesentlicher Vorteil von ESG-linked SSD sein. Denn der Nachhaltigkeitsaspekt orientiert sich an der generellen Unternehmensperformance. Dabei lässt sich eine Tendenz hin zu Transaktionen mit unternehmensspezifischen Nachhaltigkeitskennziffern erkennen.

Bei Green SSD ist explizit ein bestimmter nachhaltiger Verwendungszweck definiert, also ein geeignetes grünes Projekt mit entsprechender CO<sub>2</sub>-Wirkung oder mit positiven sozialen Effekten. Für solche SSD werden darüber hinaus ein Green Finance Framework und eine Second Party Opinion durch eine Nachhaltigkeitsagentur benötigt.

**Abb. 7: Transaktionen mit Fokus auf Grün und ESG**

Gesamtjahre



Quelle: LBBW Debt Capital Markets, LBBW Research

## ESG-linked SSD rückläufig

## Green und Social SSD sind an ein Projekt gekoppelt

# Ansprechpersonen Produkt- und Beratungslösungen

| Corporate Finance Origination  | Corporate Finance Advisory  | International Business  | ZWRM  |
|--|---|---|---|
| +49 711 127-49379  | +49 711 127-49657   | +49 6131 64-35830   | +49 711 127-75677   |
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ ABS</li><li>▪ Akquisitionsfinanzierungen</li><li>▪ Anleihen</li><li>▪ Eigenkapitalmaßnahmen</li><li>▪ Konsortialkredite</li><li>▪ Leasing Verbriefungen</li><li>▪ Schuldscheine</li><li>▪ Supply Chain Finance</li><li>▪ Term Securitisation</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ M&amp;A</li><li>▪ Equity Capital Markets</li><li>▪ Sustainability Advisory</li><li>▪ Financial Rating / UK Advisory</li><li>▪ Sektorexpertise</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Trade and Export Finance</li><li>▪ Internationales Netzwerk</li></ul>           | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Zins-</li><li>▪ Währungs- und</li><li>▪ Rohstoffmanagement</li></ul>                    |
| Cash-Management, Zahlungsverkehrslösungen  | SüdLeasing  | SüdFactoring  | Förderkreditgeschäft  |
| +49 711 127-46565  | +49 711 127-15152   | +49 711 127-78953   | +49 711 127-76308   |
| <ul style="list-style-type: none"><li>▪ SEPA</li><li>▪ AZV</li><li>▪ Cash-Management</li><li>▪ Karten</li><li>▪ Konten</li><li>▪ E-Commerce</li></ul>  | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Mobilienleasing</li><li>▪ Vendorleasing</li><li>▪ Fördermittel</li><li>▪ Mietkauf</li></ul>   | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Forderungsankauf</li><li>▪ Finanzierung</li><li>▪ Debitorenmanagement</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Finanzierung von Digitalisierung</li><li>▪ Innovation</li><li>▪ Green Finance</li></ul> |
| Vorsorge- und Pensionsmanagement   | Liquiditäts- und Investmentmanagement (LIM) Corporates  |   |   |
| +49 711 127-42639  | +49 711 127-28516   |   |   |
| LBBW Pensionsmanagement GmbH   |   |   |   |

# Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.



