



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	6
Fitch: Covered Bond-Ratingansatz	10
Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2025	13
Charts & Figures	
Covered Bonds	17
SSA/Public Issuers	23
EZB-Tracker	26
Cross Asset	27
Ausgaben im Überblick	28
Publikationen im Überblick	29
Ansprechpartner in der NORD/LB	30

Flooranalysten:

Covered Bonds/Banks

Dr. Frederik Kunze
frederik.kunze@nordlb.de

Lukas Kühne
lukas.kuehne@nordlb.de

Alexander Grenner
alexander.grenner@nordlb.de

SSA/Public Issuers

Dr. Norman Rudschuck, CIAA
norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
lukas-finn.frese@nordlb.de

Tobias Cordes
tobias.cordes@nordlb.de

NORD/LB:
[Floor Research](#)

NORD/LB:
[Covered Bond Research](#)

NORD/LB:
[SSA/Public Issuers Research](#)

Bloomberg:
[RESP NRDR <GO>](#)

Marktüberblick

Covered Bonds

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne

Primärmarkt meldet sich nach Feiertagspause durchaus eindrucksvoll zurück!

Rund um den Feiertag in der vergangenen Woche legte der Primärmarkt eine kurze Pause ein, meldete sich aber am Dienstag (06. Mai) mit insgesamt drei Deals durchaus eindrucksvoll zurück. Unter diesen stellt die Banco Santander (Santander; ES) im Hinblick auf die im Cover Pool enthaltenen Deckungsstockwerte zweifelsohne eine Besonderheit dar. So verfügen alle im Deckungsstock enthaltenen Darlehen im ECA Covered Bond-Programm der Santander über eine Garantie einer staatlichen Export Credit Agency (ECA). Die Neuemission der Santander startete am Dienstag bei einer Guidance von ms +45bp area in die Vermarktungsphase und stellte ein zu erwartendes Volumen von EUR 500 Mio. in Aussicht. Der Deal (5y) stieß auf ein durchaus beachtliches Investoreninteresse (Bid-to-Cover-Ratio: 4,8x), sodass frische Bonds bei ms +36bp platziert werden konnten. Neben der Santander zeigten sich mit der SpareBank 1 Boligkreditt (SpareBank 1) und der Hypo Vorarlberg Emittenten aus Norwegen und Österreich am Markt aktiv. Beide gehören zu den regelmäßigen Emittenten im EUR-Benchmarksegment, platzierten aber im Jahr 2025 zuvor noch keine EUR-Benchmark. Während die Hypo Vorarlberg zum Start in die Vermarktungsphase das zu erwartende Emissionsvolumen auf EUR 500 Mio. (WNG) limitierte, ging die SpareBank 1 ohne eine solche Vorfestlegung auf die Investoren zu. Final konnte die Hypo Vorarlberg ihre neue EUR-Benchmark mit einer Laufzeit von sieben Jahren bei einem Reoffer-Spread von ms +48bp (Guidance: ms +53bp area) erfolgreich begeben. Die Neuemission der Sparebank 1 startete bei einer Guidance von ms +38bp area in die Vermarktungsphase. Der Deal (4,75y) stieß auf ein reges Investoreninteresse, sodass sich das finale Orderbuch auf EUR 1,6 Mrd. summierte und der Spread gegenüber der Guidance um sechs Basispunkte reduziert werden konnte. Bei einem Reoffer-Spread von ms +32bp emittierte die Sparebank 1 Covered Bonds im Volumen von EUR 1,25 Mrd. Mit der Transaktion der Sparebank 1 summiert sich das Volumen an in 2025 platzierten EUR-Benchmarks aus Norwegen auf insgesamt EUR 6 Mrd. Für das Jahr 2025 rechnen wir noch weiteren Benchmarkauftritten aus der nordischen Jurisdiktion im Volumen von EUR 1 Mrd.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Banco Santander	ES	06.05.	ES0413900988	5.0y	0.50bn	ms +36bp	- / Aa1 / -	-
Hypo Vorarlberg Bank	AT	06.05.	AT0000A3LMM1	7.0y	0.50bn	ms +48bp	- / Aaa / -	-
SpareBank 1 Boligkreditt	NO	06.05.	XS3070628014	4.8y	1.25bn	ms +32bp	- / Aaa / -	-

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

Sekundärmarkt: Käuferseite weiterhin dominant

Nicht nur der Primärmarkt ließ es in den vergangenen Handelstagen feiertagsbedingt etwas ruhiger angehen, sondern auch die Akteure am Sekundärmarkt. Weiterhin wird dieser dominiert von der Käuferseite, bei einem geringem Transaktionsvolumen. Der Fokus der Marktteilnehmer liegt dabei auf den Laufzeitbändern zwischen fünf und sieben Jahren aus den Kernjurisdiktionen Frankreich und Deutschland. Darüber hinaus stehen ebenfalls High Beta-Namen, wie beispielsweise Covered Bonds von italienischen Emittenten, im Zentrum des Interesses.

Hypo Oberösterreich und Sparkasse München mit EUR-Subbenchmarkdeals

Neben der bereits in der letzten Woche regen Aktivität auf dem Primärmarkt für Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat, ist am Ende der vergangenen Handelswoche auch das EUR-Subbenchmarksegment nach einer Pause von über einem Monat „wiedereröffnet“ worden. Genauer gesagt war es am Freitag die Hypo Oberösterreich (Ticker: OBLB), die mit einem neuen Bond über EUR 250 Mio. im WNG-Format (6,9y) auf die Investoren zuzug. Als Guidance wählte die OBLB ein Niveau von ms +55bp area, der finale Spread wurde zum Ende der Vermarktung auf ms +49bp festgelegt. Die Bank ist ein regelmäßiger Emittent am Primärmarkt und hat in der Vergangenheit bereits acht Neuemissionen im Subbenchmarkformat vorgenommen, zuletzt im Oktober 2024. Neben der OBLB kündigte zum Start in die neue Handelswoche am Montag auch die Sparkasse München (Ticker: SSPMUE) eine Transaktion über EUR 250 Mio. im WNG-Format an, wählte für die Exekution aber den folgenden Dienstag. Die Münchener entschieden sich für eine Laufzeit von sechs Jahren und konnten final einen Reoffer-Spread von ms +38bp erzielen (ggü. der ursprünglichen Guidance von ms +43bp area). Im Vergleich zur OBLB ist die SSPMUE in der aktuellen Betrachtung seltener am Primärmarkt für EUR-Subbenchmarks vertreten und emittierte zuletzt im Oktober 2023 einen Covered Bond. Wir hoffen, dass nach dem durchaus aktiven Jahresstart (sieben Deals bis Ende Februar) nun auch das EUR-Subbenchmarksegment deckungsgleich zum Benchmarksegment wieder etwas an Fahrt aufnehmen wird.

Der Covered Bond-Ratingansatz von Fitch im heutigen Fokusartikel

Im Rahmen unserer Coverage sind die Ratings der verschiedenen Covered Bond-Programme von hoher Bedeutung. So greifen wir regelmäßig auf die Ratingeinstufungen und Einschätzungen der fünf größten Ratingagenturen Fitch, Moody's, S&P, DBRS und Scope zurück. Deren Einschätzungen gelten z.B. als eines der Kriterien für die Aufnahme eines Bonds in den Benchmarkindex iBoxx EUR Covered, der als Grundlage unseres „BMK-Universums“ dient. Zugleich werden Ratings im Rahmen der Ermittlung des Risikogewichts (mithilfe der Capital Requirements Regulation – CRR) und des LCR-Managements relevant (siehe auch unser regelmäßiges [Covered Bond Special – Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds](#)). Hier werden beispielsweise im Zuge der Herleitung der Credit Quality Steps eines Covered Bonds die Bewertungen von anerkannten sog. [External Credit Assessment Institutions \(ECAI\)](#) herangezogen, zu denen die oben genannten Agenturen gehören. Auch für die Bestimmung der Notenbankfähigkeit von Covered Bonds finden die Einschätzungen der Ratingagenturen Anwendung, im Regelfall gibt es hier Mindestvoraussetzungen zur Anzahl oder Höhe der verfügbaren Ratings (vgl. [Covered Bond Special – Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)). Viele Investoren richten zudem ihre Anlagekriterien anhand der unterschiedlichen Ratings aus. Aufgrund dieser besonderen Relevanz betrachten wir regelmäßig die unterschiedlichen Ratingmethodologien der einzelnen Agenturen und greifen diese auch in unserem Issuer Guide Covered Bonds auf. In dieser Ausgabe beschäftigt sich unsere Wochenpublikation genauer mit den Besonderheiten des Covered Bond-Ratingansatzes von Fitch. Deren Verfahren besteht aus einem zweistufigen Prozess, der auf dem Issuer Default Rating des Emittenten aufbaut und im ersten Schritt anhand verschiedener Charakteristika das Level eines möglichen Uplifts definiert. Im zweiten Schritt wird die Break-even OC – also die zur Erreichung eines bestimmten Ratinglevels mindestens zu erreichende Übersicherung – hinzugezogen und mit der vom Emittenten vorgehaltenen OC des Programms abgeglichen. Details dazu finden Sie weiter unten im [Fokusartikel](#).

S&P hebt das Rating des Mortgage Covered Bond-Programms der UniCredit auf AA an

Als Folge des am 11. April 2025 erfolgten Upgrades des Sovereign-Ratings des italienischen Staates auf BBB+ (von zuvor BBB) mit stabilem Ausblick passen die Ratingexperten von S&P entsprechend nun auch die Ratings von UniCredits Mortgage Covered Bond-Programm von AA- auf AA an (mit ebenfalls stabilem Ausblick). Unter S&Ps Sovereign Risk Criteria können italienische Covered Bond-Programme maximal fünf Notches über dem Sovereign-Rating liegen, solange das Programm über eine ausreichende Übersicherung (OC) verfügt, um einem möglichen Zahlungsausfall des Staates standzuhalten. Das Covered Bond-Programm der UniCredit erfüllt diese Voraussetzung und kann daher von der verbesserten Bewertung profitieren. Gleichzeitig hat S&P am 18. April ebenfalls das Long-Term Issuer Credit Rating (ICR) der UniCredit von BBB auf BBB+ verbessert und das Short-Term Issuer Credit Rating von A-2 bestätigt. Infolgedessen profitiert auch das Covered Bond-Rating der UniCredit nach wie vor von einem ungenutzten Notch Uplift (collateral-based), woraus sich eigentlich ein maximales Covered Bond-Rating von AA+ ableiten würde. Dieses kann allerdings aufgrund der oben beschriebenen Sovereign Risk Criteria nicht erreicht werden. Im bisherigen Jahresverlauf konnten wir aus Italien lediglich Emissionen im Gesamtvolumen von EUR 2,35 Mrd. verzeichnen (zuletzt in Gestalt der Iccrea Banca; EUR 600 Mio.; Laufzeit: 5,5y) und rechnen in unserer Prognose noch mit weiteren EUR 5,65 Mrd.

EZB: Das „neue“ Operational Framework im Eurosystem und Covered Bonds

Im Rahmen unserer Coverage des SSA/Public Issuers-Universums bzw. des Covered Bond-Segments beschäftigen wir uns regelmäßig mit den direkten und indirekten Einflüssen der Geldpolitik im Euroraum. Als Schlagwörter haben sich neben dem Leitzins die Ankaufprogramme (insbesondere CBPP3, PSSP und PEPP) sowie die außergewöhnlichen Refinanzierungsinstrumente (TLTRO I–III) in das Bewusstsein der Marktteilnehmer eingebrannt. Im Grundsatz agieren die EZB-Notenbanker innerhalb eines sich selbst gesetzten operationellen Rahmens (Operational Framework for Implementing Monetary Policy). Hier wurden vom Eurosystem bereits im März 2024 signifikante Anpassungen vorgenommen (vgl. [Pressemitteilung](#)). In der Publikationsreihe „ECB Blog“ wurde durch die EZB nunmehr eine Einschätzung für das erste Jahr des „neuen“ Operational Framework vorgelegt (vgl. [ECB Blog vom 25. April](#)). Der Bericht, der die Meinung der Autoren widerspiegelt und damit nicht als „EZB-Meinung“ angesehen werden sollte, stellt u.a. fest, dass der Rahmen wie gewünscht arbeitet und dass die Geschäftsbanken ihre Liquiditätsbedürfnisse „fast ausschließlich“ über marktbasierendes Funding ausgleichen konnten. Auf Seiten der Refinanzierung über den Markt sehen wir auch eine hohe Bedeutung von Covered Bond-Emissionen. Für die EZB-Autoren ergeben sich außerdem Implikationen für die Investitionsseite: „Da die Überschussliquidität zurückgeht, konzentrieren sich die Banken zunehmend auf ihre regulatorischen Liquiditätspuffer. Dies hat zu einem Anstieg der Bestände an Staatsanleihen und nicht einbehaltenen gedeckten Schuldverschreibungen geführt, um den Rückgang der Reserven in ihren HQLA-Portfolios auszugleichen.“

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

Schleswig-Holstein: Haushalt 2024 für verfassungswidrig erklärt

Das Landesverfassungsgericht in Schleswig hat [Mitte April](#) entschieden, dass der Haushalt 2024 des Landes Schleswig-Holstein (Ticker: SCHHOL) verfassungswidrig ist, nachdem FDP und SPD im September vergangenen Jahres Verfassungsklage eingereicht hatten. Aus Sicht der zuständigen Richter habe die Landesregierung nicht ausreichend erläutert, aus welchem Grund die Notkredite aufgenommen werden mussten und auch nicht, dass der Haushalt durch die jeweiligen Krisen erheblich belastet werden würde. Zum Hintergrund: Im Frühjahr des vergangenen Jahres hatte die schwarz-grüne Landesregierung den Haushalt für 2024 verabschiedet, der Notkredite für die Bewältigung der Folgen der COVID-19-Pandemie (EUR 573 Mio.), des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine (EUR 800 Mio.) sowie der Flutkatastrophe 2023 (EUR 145 Mio.) beinhaltete. Da sich im Anschluss herausstellte, dass die veranschlagten Notkreditmittel nicht in voller Höhe erforderlich sein werden, wurde der Notkredit im Herbst 2024 über einen Nachtragshaushalt um etwa EUR -327 Mio. gesenkt. Nach dem endgültigen Haushaltsabschluss teilte das Land schließlich mit, es seien lediglich rund EUR 494 Mio. an Notkreditmitteln in Anspruch genommen worden. In seiner Urteilsbegründung erkannte das Verfassungsgericht zwar an, dass Notlagen bestanden und sich diese auch der Kontrolle des Staates entzogen. Allerdings müsse zwischen dem Finanzbedarf des Landes und den Notlagen ein kausaler Zusammenhang bestehen und der Haushalt müsse durch diese erheblich belastet sein. Dies sei nach Ansicht der Richter nicht der Fall gewesen. Darüber hinaus habe kein verfassungsgemäßer Tilgungsplan vorgelegen. Dieses Urteil dürfte allerdings keinen Einfluss mehr auf den Haushalt 2024 haben, könnte jedoch auf den Haushalt 2025 wirken, da darin ein Notkredit i.H.v. EUR 272 Mio. berücksichtigt ist – jedoch allein begründet mit den Folgen des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine.

EBRD präsentiert Geschäftsbericht – steigender Umsatz, geringerer Nettogewinn

Die European Bank for Reconstruction and Development (Ticker: EBRD) hat im Zuge einer Pressemitteilung einen ersten Einblick in die Zahlen des Geschäftsberichtes 2024 gewährt: Demnach konnte die Bank im abgelaufenen Jahr einen Nettogewinn i.H.v. EUR 1,7 Mrd. erzielen. Zwar waren die Gesamteinnahmen der Bank höher als noch im Vorjahr, allerdings ging der Nettogewinn gegenüber dem Bilanzstichtag 2023 um EUR -0,4 Mrd. leicht zurück. Dieser Rückgang sei v.a. auf höhere Refinanzierungskosten infolge überdurchschnittlich hoher Zinsen und einer Ausweitung der Bilanz zurückzuführen. Auf der Einnahmenseite sorgte das Kreditgeschäft erneut für einen stabilen Ertragsfluss, der sich im vergangenen Jahr auf insgesamt EUR 2,5 Mrd. belief und rund 46% der Gesamteinnahmen ausmachte. Dabei sank der Anteil notleidender Kredite auf 6,3%, was eine deutliche Verbesserung gegenüber dem Vorjahr (2023: 7,9%) und gleichzeitig den niedrigsten Wert seit Beginn des Ukraine-Krieges markierte. Die Kapitalbeteiligungen der Bank steuerten etwa EUR 865 Mio. (16%) und die Treasury-Aktivitäten EUR 2,1 Mrd. (39%) bei. Das Eigenkapital wuchs um EUR +3 Mrd. auf EUR 25,3 Mrd. Refinanzierungsseitig hat die EBRD für 2025 ein Fundingsziel von insgesamt EUR 14,5 Mrd. kommuniziert. Im laufenden Jahr war die multilaterale Entwicklungsbank bereits mit einer [EUR-Benchmark](#) am SSA-Primärmarkt aktiv: Im März wurden frische EUR 1 Mrd. (7y) zu ms +32bp eingesammelt.

NRW.BANK-Förderjahr 2024 – neue Bestmarke in der Wohnraumförderung erzielt

Das regionale Förderinstitut NRW.BANK (Ticker: NRWBK) hat seine Förderzahlen für 2024 präsentiert. Wie aus der entsprechenden Pressemitteilung hervorgeht, hat die NRW.BANK im vergangenen Geschäftsjahr Fördermittel mit einem Gesamtvolumen i.H.v. EUR 11,4 Mrd. vergeben (2023: EUR 11,8 Mrd.). Die Entwicklung in den einzelnen Förderfeldern fiel dabei allerdings heterogen aus: Während das Neuzusagevolumen im Förderfeld „Wohnraum“ aufgrund günstiger Konditionen, die die Förderung im gestiegenen Marktzinsumfeld noch attraktiver machte, einen Zuwachs von +20% gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum verzeichnete (2023: EUR 3,8 Mrd.) und mit EUR 4,5 Mrd. eine neue Bestmarke erreicht wurde, gingen die zugesagten Fördermittel im Feld „Wirtschaft“ deutlich um -16% zurück (2024: EUR 2,7 Mrd.; 2023: EUR 3,2 Mrd.). Auch im Förderfeld „Infrastruktur/Kommunen“ reduzierte sich der Bedarf an neuen Finanzierungen um insgesamt -12% auf EUR 4,3 Mrd. (2023: EUR 4,8 Mrd.), was allen voran auf den hohen EU-Referenzzins zurückzuführen sei, welcher dazu geführt habe, dass beihilfefreie Konditionen, beispielsweise im Förderprogramm NRW.BANK.Infrastruktur, höher waren als die Konditionen der am Markt erhältlichen Finanzierungen. Insgesamt konnte die Förderbank das Jahr 2024 mit einem operativen Ergebnis von EUR 295,1 Mio. abschließen – nach EUR 568,4 Mio. im Vorjahr. Die harte Kernkapitalquote betrug unverändert 42,5%, das handelsrechtliche Eigenkapital ging nach EUR 18 Mrd. im Vorjahr um -0,3 Mrd. auf EUR 17,7 Mrd. zurück.

CEB: Geschäftszahlen und Social Inclusion Bond Report für 2024 veröffentlicht

Die Council of Europe Development Bank (CEB, Ticker: COE) hat ihre Geschäftszahlen präsentiert und konnte in 2024 dank einer starken Kreditvergabe ein im Vergleich zum Vorjahr um +13,8% höheres Nettoergebnis i.H.v. EUR 124,3 Mio. (2023: EUR 109,2 Mio.) erzielen. Dabei belief sich das Kernergebnis, welches volatile Elemente wie die Risikokosten und die Bewertung von Finanzinstrumenten ausklammert, auf EUR 133,4 Mio., was wiederum einem Anstieg um +14,8 % gegenüber dem Vorjahr (2023: EUR 116,2 Mio.) entsprach. Bis Ende 2024 wurden neue Darlehen im Umfang von EUR 4,5 Mrd. (2023: EUR 4,1 Mrd.) für insgesamt 44 Projekte vergeben und Darlehen i.H.v. EUR 3,5 Mrd. ausgezahlt. Die ausstehenden Kredite beliefen sich zum Jahresende damit auf insgesamt EUR 22,9 Mrd. – nach EUR 21,5 Mrd. im Vorjahr. Durch die im abgelaufenen Geschäftsjahr erfolgreich abgeschlossene siebte Kapitalerhöhung (vgl. [Wochenpublikation vom 12. Februar](#)), in deren Folge sich das gezeichnete Kapital der CEB auf rund EUR 9,6 Mrd. erhöhte, konnte das Institut seine finanzielle Stabilität zudem weiter stärken. Mit Veröffentlichung ihres [Social Inclusion Bond Reports](#) hat die CEB außerdem Einblick in die Verwendung der über Anleihen dieses Formats eingesammelten Mittel gewährt: Im Jahr 2024 hat die Förderbank „Social Inclusion Bonds“ mit einem Rekordvolumen von insgesamt EUR 2,8 Mrd. in sechs verschiedenen Währungen begeben. Seit Einführung dieses Anleiheformats im Jahr 2017 hat die CEB damit nunmehr 23 Bonds mit einem Gesamtvolumen von über EUR 11 Mrd. emittiert. Nachdem diese zunächst in EUR und seit Juni 2020 auch in USD denominated waren, folgten seit 2023 Emissionen in SEK, CAD und AUD, ehe in 2024 erstmalig auch eine Anleihe in NOK platziert wurde. Die Erlöse wurden für Investitionen in die vier definierten Handlungsfelder gemäß [Social Bond Framework](#) genutzt: So wurden 2024 beispielsweise im Handlungsfeld „Schaffung von sozialem Wohnraum“ rund 141.000 Wohnungen und im Segment „Gesundheits- und Sozialfürsorge“ knapp 1.900 Gesundheitseinrichtungen gebaut bzw. modernisiert. Im Cluster „Allgemeine und berufliche Bildung“ profitierten etwa 3,6 Mio. Studierende von neuen oder verbesserten Bildungseinrichtungen, im Handlungsfeld „Unterstützung von KKMU“ wurden rund 1,4 Mio. Arbeitsplätze erhalten und 71.000 neue geschaffen.

EU: Tätigkeitsbericht 2024 veröffentlicht – Halbzeit beim NextGenerationEU-Programm

Die Europäische Union (Ticker: EU) hat ihren jährlichen [Tätigkeitsbericht](#) vorgelegt. Trotz diverser Herausforderungen sei es der Staatengemeinschaft gelungen, ihre gesteckten Ziele in allen Politikbereichen zu erreichen. Wir möchten exemplarisch auf einige Aspekte des Tätigkeitsberichts eingehen. Mit Blick auf die Umsetzung der politischen Prioritäten für das Mandat 2019-2024 habe die EU v.a. wichtige Meilensteine zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit der europäischen Wirtschaft erreicht: Nachdem die EU im Jahr 2021 das Konjunkturprogramm „NextGenerationEU“ (NGEU) ins Leben rief, um Mittel zur Unterstützung der Mitgliedstaaten zu mobilisieren, damit diese sich von den wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie erholen können, markierte das Jahr 2024 nun die Halbzeit dieses Aufbauplans. Ein guter Zeitpunkt also, um ein Zwischenfazit zu ziehen: Laut Tätigkeitsbericht seien bis Ende 2024 aggregiert EUR 306 Mrd. – rund 47% der gebundenen Mittel – ausbezahlt und damit mehr als 500 Projekte direkt oder indirekt unterstützt worden. Die Halbzeitbewertung seitens der EU habe außerdem u.a. ergeben, dass das europäische reale BIP im Jahr 2026 dank NGEU verglichen mit einem Szenario ohne ein solches Programm um bis zu +1,4% steigen könnte – und das ohne Berücksichtigung der positiven Auswirkungen der Reformen der Aufbau- und Resilienzfähigkeit, die sich in den nächsten Jahren sukzessive materialisieren sollten. Mit Blick auf den langfristigen Haushalt für 2021-2027, der im Jahr 2020 beschlossen wurde, haben die Vielzahl unterschiedlicher Herausforderungen – wie bspw. die Folgen des Angriffskriegs Russlands – allerdings zu einer erhöhten Haushaltsbelastung geführt. Als Reaktion einigten sich das Europäische Parlament und der Rat der Europäischen Union auf die erste Halbzeitrevision des langfristigen EU-Haushalts überhaupt: In diesem Zuge wurden weitere zusätzliche Mittel i.H.v. EUR 64,6 Mrd. bereitgestellt, um die neuen Herausforderungen zu bewältigen und die rechtlichen Verpflichtungen der EU zu erfüllen, was innerhalb der ursprünglichen Haushaltsobergrenzen nicht mehr möglich gewesen sei. Für den Jahreshaushalt 2025 wurde ein Volumen von EUR 192,8 Mrd. vereinbart, der durch Auszahlungen von rund EUR 72 Mrd. im Rahmen von NGEU ergänzt werde. Am 20./21. Mai findet die nächste jährliche EU-Haushaltskonferenz statt, wo die Ausgabenprioritäten für die kommenden Jahre in Form des mehrjährigen Finanzrahmens festgelegt werden. Mit Blick auf das Funding wird die EU-Kommission ihre Finanzierungsplanung für das H2/2025 voraussichtlich bis Ende Juni bekanntgeben. Mit dem Jahr 2024 endete außerdem der fünfjährige institutionelle Zyklus der EU. Für den neuen Zyklus 2024-2029 wurden die politischen Prioritäten neu festgelegt und im Sommer letzten Jahres von den Staats- und Regierungschefs beschlossen. Die strategische Agenda umfasst die Hauptprioritäten „Ein freies und demokratisches Europa“, „Ein starkes und sicheres Europa“ sowie „Ein wohlhabendes und wettbewerbsfähiges Europa“, die in sieben weitere Handlungsfelder heruntergebrochen wurden.

Coverage wächst weiter – auch die EIB mandatiert die europäische Ratingagentur Scope

Nachdem vor kurzem bereits der ESM Scope mit der Einschätzung seiner Kreditwürdigkeit beauftragt hatte (vgl. [Wochenpublikation vom 09. April](#)), folgte nun auch die offizielle Beauftragung durch die European Investment Bank (Ticker: EIB), welche von Scope zuvor lediglich auf unaufgeforderter (engl.: *unsolicited*) Basis beurteilt wurde. Die Risikoexperten von Scope attestieren dem Supranational derzeit ein Rating von „AAA“ bei gleichzeitig stabilem Ausblick. „Ratingagenturen spielen eine wichtige Rolle beim Zugang zu den Kapitalmärkten, von großen Institutionen bis hin zu kleinen und mittleren Unternehmen. Die Ernennung der europäischen Ratingagentur Scope Ratings durch die EIB unterstreicht unser Engagement, die europäischen Kapitalmärkte zu vertiefen und effizienter zu gestalten“, sagte Nadia Calviño, Präsidentin der EIB.

Eurex führt Futures auf Anleihen der EU ein

Eurex, die führende europäische Terminbörse und Teil der Deutsche Börse Group, hat die Einführung von Futures-Kontrakten auf Grundlage von Anleihen der Europäischen Union bekanntgegeben. Der Handel dieser „Euro-EU Bond Futures“ (FBEU) solle am 10. September starten. Diese sollen – wie die bestehenden Eurex Fixed Income Futures auch – einen Kupon von 6% und eine identische Laufzeit aufweisen (10-jährige Bund-, OAT-, BTP- und BONO-Futures). Die lieferbaren Anleihen können hingegen Laufzeiten von 8-12 Jahren haben und würden somit die Emissionstätigkeit der EU widerspiegeln. Ein physisch lieferbarer Terminkontrakt dürfte die Liquidität an den EU-Anleihemärkten erhöhen und die Position der EU als wichtigen Emittenten auf den europäischen und globalen Kapitalmärkten weiter stärken. „Die Einführung der Euro-EU Bond Futures ist mehr als nur ein neues Produkt für Eurex. Es handelt sich um ein strategisches Bekenntnis zur Unterstützung der europäischen Bestrebungen nach mehr Autonomie in einer Zeit, in der der Kontinent auf zusätzliche Schuldtitelemmissionen angewiesen ist und Investoren nach maßgeschneiderten Instrumenten suchen, um ihr Engagement in EU-Schuldtiteln zu steuern [...]“, sagte Matthias Graulich, Global Head of Products & Markets bei Eurex.

KfW Global Investor Broadcast

Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW, Ticker: KFW) hat den Termin ihres nächsten halbjährlichen Global Investor Broadcasts bekanntgegeben: Am Montag, 12. Mai, 14 Uhr (CET), wird die Förderbank in diesem Rahmen erneut Einblick in verschiedene Themen geben, darunter beispielsweise in die erwarteten Auswirkungen der neuen Regierungskoalition auf die Geschäftstätigkeit, die aktuelle Geschäftsentwicklung der Bank, die für 2025 geplanten Refinanzierungsaktivitäten sowie die wirtschaftlichen Aussichten für Deutschland im laufenden Jahr. Darüber hinaus solle das von der KfW geförderte Start-up „1KOMMA5“ vorgestellt werden, welches sich zum Ziel gesetzt hat, die Energiewende durch digitale Lösungen zur Optimierung des Energieverbrauchs zu beschleunigen.

Primärmarkt

Auch wenn es in der von uns betrachteten Handelswoche erneut ruhig zugeht, waren die Emittenten aus dem SSA-Segment nicht vollkommen untätig. Allerdings konnten wir lediglich eine EUR-Benchmark eines Emittenten von der iberischen Halbinsel auf unserem Notizzettel vermerken: So ging die spanische autonome Gemeinschaft Kastilien und León (Ticker: CASTIL) mit einem EUR 500 Mio. schweren [Sustainability Bond](#) und einer Laufzeit von kurzen sieben Jahren auf die Investoren zu. Das finale Pricing erfolgte schließlich zu SPGB +19bp (Guidance: SPGB +25bp area), was etwa ms +57bp entsprach. Für die bevorstehende fünfte syndizierte Transaktion in H1/2025 (vgl. [Fundingplan](#)) hat die EU zudem einen RfP an die relevante Bankengruppe verschickt. Aufgrund der erfolgten Neumandantierung erwarten wir in Kürze zudem folgende Transaktion: Die belgische Region Wallonien (Ticker: WALLOO) beabsichtigt die Emission einer EUR-Benchmark mit einer Laufzeit von langen sieben Jahren. Darüber hinaus plant der Sub-Sovereign im gleichen Atemzug seinen 2043er-[Social Bond](#) aufzustocken. Für die in sehr naher Zukunft auf die Schirme kommende Dual Tranche Walloniens haben wir ebenfalls [emissionsbegleitendes Research](#) veröffentlicht.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
CASTIL	ES	06.05.	ES0001351610	6.9y	0.50bn	ms +57bp	- / Baa1 / -	X

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

Covered Bonds

Fitch: Covered Bond-Ratingansatz

Autor: Alexander Grenner

Emittentenrating als Ausgangspunkt

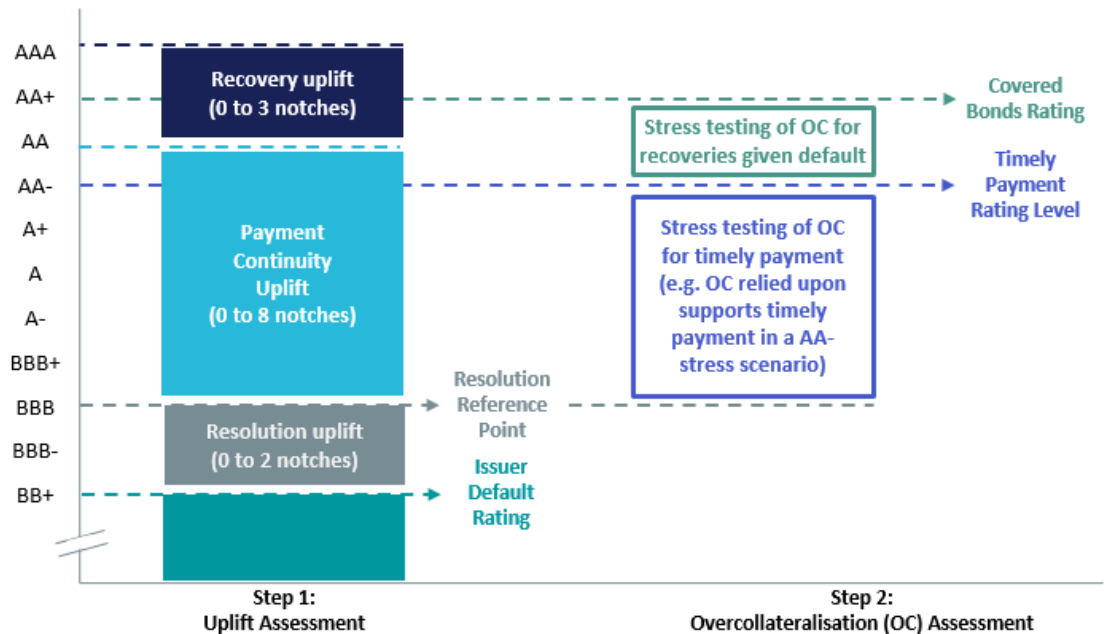
Das Rating für Covered Bonds wird bei Fitch in einem [zweistufigen Prozess](#) ermittelt, der sowohl die Ausfallwahrscheinlichkeit des Bonds als auch die Recovery given Default berücksichtigt. Hierzu wird in einem ersten Schritt der Resolution Uplift gegenüber dem langfristigen Issuer Default Rating (IDR) ermittelt. Dieses kann insgesamt bis zu zwei Notches betragen. Einen Resolution Uplift können Covered Bonds erhalten, die unter eine Jurisdiktion fallen, welche unter anderem über einen fortschrittlichen Abwicklungsmechanismus verfügt, der einen Bail-in von Senioranleihen vorsieht und vollständig besicherte Covered Bonds hiervon ausnimmt. Zudem wird ein Uplift nur gewährt, sofern das Risiko einer Unterdeckung der ausstehenden Verbindlichkeiten zum Zeitpunkt der drohenden Abwicklung minimal ist. Das wird aus Sicht der Ratingagentur dann gewährleistet, wenn z.B. ein gesetzliches Rahmenwerk oder durch vertragliche Bestimmung eine zuständige Aufsicht sowie ein Asset Monitor existieren. Sofern alle Kriterien erfüllt sind, vergibt Fitch einen Resolution Uplift über dem IDR von maximal zwei Notches. Dies drückt die bevorzugte Position gedeckter Schuldverschreibungen im Vergleich zu ungedeckten Schuldverschreibungen im Falle einer Abwicklung und einer Gläubigerbeteiligung aus. Die Bedingungen für einen Resolution Uplift können der untenstehenden Tabelle entnommen werden, genauso wie jene Voraussetzungen, die keinen Uplift nach sich ziehen.

Fitch: Resolution Uplift

Issuer Characteristics	Maximum Resolution Uplift in Notches
<ul style="list-style-type: none"> No support: Institutions with an IDR not driven by institutional or state support and their subsidiaries whose IDR is equalised with their parent's Support schemes: institutions with an IDR based on their participation/integration in a mutual support scheme and equalised with group IDR Temporary support: institutions and their subsidiaries with an IDR driven by support, when support is deemed to be temporary 	2
<ul style="list-style-type: none"> Support: Institution with an IDR driven by support and their subsidiaries 	1
<ul style="list-style-type: none"> Specialised mortgage or public-sector lenders that form part of a broader banking group and are not operationally integrated with the parent Institution without debt buffers requirement such as Minimum Requirement for Own Funds and Liabilities and for which Fitch does not expect resolution to be applied in case of a failure or default 	0

Quelle: Fitch, NORD/LB Floor Research

Überblick des Covered Bond-Ratingprozesses



Quelle: Fitch, NORD/LB Floor Research

Ermittlung des Payment Continuity Uplifts (PCU)

Des Weiteren ermittelt Fitch den Payment Continuity Uplift (PCU). Der PCU spiegelt dabei die Einschätzung der Ratingagentur wider, inwieweit es beim Übergang des Zahlungsstroms vom Emittenten auf den Cover Pool (nach der Insolvenz des Emittenten) zu Verzögerungen oder Unterbrechungen der Zins- und Tilgungszahlungen kommen kann. Die Ausprägungen des PCU reichen von null bis acht Notches und ergeben zusammen mit dem Resolution Uplift und dem IDR das maximal mögliche Covered Bond-Rating auf Basis fristgerechter Zahlungen. Dabei gilt: Je höher der PCU, desto unwahrscheinlicher wird eine Störung des Zahlungsstroms angesehen. Sofern Fitch davon ausgeht, dass eine Zahlungsunterbrechung wegen fehlender Liquiditätsmechanismen wahrscheinlich erscheint, erhält das beurteilte Covered Bond Programm einen PCU von null Notches, wohingegen Programme mit einer Soft Bullet-Struktur (und einer zwölfmonatigen Verlängerung) einen PCU von bis zu sechs Notches erhalten können (über ihrem um den Resolution Uplift adjustierten IDR), sofern es sich um Standarddeckungswerte in entwickelten Bankenmärkten handelt. Emissionen mit einer Pass-Through-Struktur können sogar einen PCU um bis zu acht Notches erhalten. Deutsche Hypothekenpfandbriefe profitieren in Folge der aufgeführten Systematik von einem Ratinguplift um bis zu sechs Notches aufgrund des 180 Tage Liquiditätspuffers und der Möglichkeit eines 12-monatigen Fälligkeitsaufschubs. Andere Risiken, wie eine unzureichende Separierung der Deckungswerte oder hohe Risiken im Zusammenhang mit einem alternativen Management des Deckungsstocks, können zu einer Reduktion der PCU führen.

Level of Payment Continuity Uplift

Maximum PCU in Notches	Effective Liquidity Protection for Principal Payments	Programme Types
8	Maturity date extends beyond the longest maturing asset in the cover pool	Pass-through programmes
6	At least 12 months	Mortgage and public-sector programmes predominantly exposed to developed banking markets
5	At least 6 months	Public-sector programmes predominantly exposed to developed banking markets
4	At least 9 months	Mortgage programmes predominantly exposed to developed banking markets
3	At least 6 months	Mortgage programmes predominantly exposed to developed banking markets
0	No protection	Any programme exposed to maturity mismatches

Quelle: Fitch, NORD/LB Floor Research

Recovery Uplift – weiterer Uplift um zwei bzw. drei Stufen ist möglich

Da Covered Bonds selbst bei einem Zahlungsausfall aufgrund der hinterlegten Deckungswerte eine Recovery given Default bieten, können die jeweiligen Programme einen weiteren Uplift über dem Covered Bond-Rating auf Basis der Rückzahlungswahrscheinlichkeit um bis zu zwei Notches erhalten; bei Covered Bonds mit einem Timely Payment Rating im Non-investment Grade sind es bis zu drei Notches. Die maximale Anzahl der Notches wird vergeben, wenn das nachhaltige Überdeckungslevel des Programms das Kreditrisiko im relevanten Ratingszenario abdeckt und keine wesentlichen Risiken im Zusammenhang mit der Rückzahlung bestehen. Der Uplift kann limitiert werden, wenn beispielsweise ein Großteil der Deckungswerte in einer anderen Währung als der des Covered Bonds denominated ist.

Limitierung des maximalen Covered Bond Ratings durch Break-even-OC

Letztlich wird in einem zweiten Schritt die Überdeckungsquote (Break-even OC) für das betreffende Ratinglevel ermittelt. Dies ermöglicht eine fristgerechte Bedienung der ausstehenden Covered Bonds in Timely Payment Rating-Stressszenarien und erfüllt auch den Schwellenwert für den angewandten Recovery-Uplift. Die Break-even OC stellt die benötigte Menge an Assets dar, welche über das emittierte Volumen an Covered Bonds hinaus benötigt wird und setzt sich i) aus dem ALM-Loss (Non-Credit Loss) sowie dem ii) Credit Loss zusammen. Die von Fitch für ein betreffendes Rating ermittelte Break-even OC wird dann mit der aus Sicht der Ratingagentur nachhaltig vom Emittenten vorgehaltenen OC verglichen. Sofern die vom Emittenten vorgehaltene OC unterhalb der Break-even OC für das maximal mögliche Rating liegen sollte, testet Fitch das nächstniedrige Szenario. Normalerweise ist das Covered Bond Rating nach unten hin durch das IDR zuzüglich der verfügbaren Notches aus dem Resolution Uplift und mindestens einem Notch aus dem Recovery Uplift begrenzt.

SSA/Public Issuers

Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2025

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Lukas-Finn Frese

Verzerrte (Brutto-)Kreditermächtigungen von über EUR 90 Mrd. erwartet

Die deutschen Länder haben ihre Kreditplanungen für das laufende Jahr größtenteils abgeschlossen. Allerdings liegen immer noch nicht für alle Sub-Sovereigns Zahlen für die Kreditermächtigungen in 2025 vor. Die Daten, die in ihrer Bruttozahl im weitesten Sinne als Fundingziel verstanden werden können, gaben in der Vergangenheit meist einen vergleichsweise guten Hinweis darauf, wie aktiv die Länder unterjährig am Kapitalmarkt sein dürften. Diese Planung umfasst zudem auch Schuldscheindarlehen (SSD) sowie Privatplatzierungen – und muss nicht zwangsläufig ausgeschöpft werden, wie in der jüngsten Vergangenheit stets unter Beweis gestellt wurde. Der derzeit über lediglich elf Länder hinweg aggregierte Bruttowert liegt für das laufende Jahr bei (vorläufig) EUR 81,7 Mrd., was sowohl einem Rückgang gegenüber den durch COVID-19 nach oben verzerrten Werten entspricht (2020: EUR 156,6 Mrd.; 2021: EUR 119,4 Mrd.), als auch einer abermaligen Reduktion im Vergleich zum Vorjahr (2024: EUR 91,6 Mrd.) gleichkäme. Jedoch fehlen in unserer Darstellung für 2025 noch die Genehmigungen der Haushalte Brandenburgs, Hessens, Rheinland-Pfalz, Sachsens und Thüringens. Wir erwarten hier in Summe mindestens weitere EUR 16 Mrd., was die Gesamtsumme für alle 16 Länder auf knapp über EUR 97 Mrd. hieven würde. Abermals „leidet“ die liebgewonnene Darstellung unter einer Verzerrung nach oben durch Baden-Württemberg. Die in jüngster Vergangenheit zunehmende Konzentration der Länder auf die Haushaltskonsolidierung dürfte im Zuge der im März 2025 beschlossenen Reform der Schuldenbremse auf Bund- und Länderebene vorerst nachlassen. So soll es den Sub-Sovereigns nun erlaubt werden, eine jährliche Neuverschuldung i.H.v. 0,35% ihrer Wirtschaftsleistung aufzuweisen. Diese Regelung galt bis dato lediglich für den Bund.

Kreditermächtigungen deutscher Länder 2025 (in EUR Mrd.)*

	Netto	Brutto
Baden-Württemberg	1,02	30,10
Bayern	-0,05	1,17
Berlin	1,79	7,23
Brandenburg		
Bremen	0,13	1,84
Hamburg	2,29	5,93
Hessen		
Mecklenburg-Vorpommern	0,00	1,00
Niedersachsen	1,52	8,65
Nordrhein-Westfalen	1,64	15,34
Rheinland-Pfalz		
Saarland	0,25	2,40
Sachsen		
Sachsen-Anhalt	0,00	3,20
Schleswig-Holstein	0,91	4,87
Thüringen		
Summe	9,50	81,73

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

* Zum Teil gerundete bzw. vorläufige Zahlen

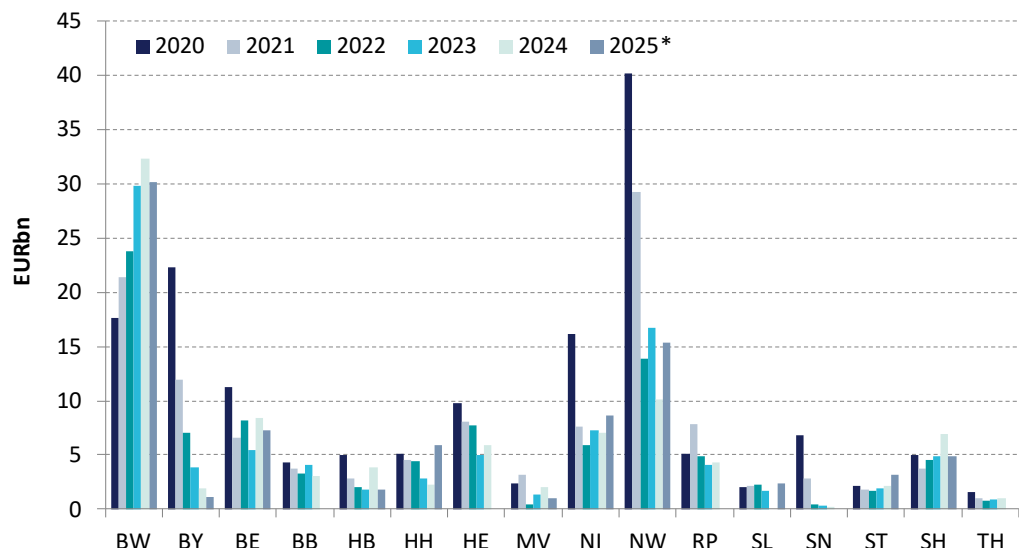
Baden-Württemberg „hamstert“

In der Vergangenheit wies NRW stets den mit Abstand höchsten Bruttowert unter den Ländern auf. 2022 änderte sich etwas in der Ausprägung der hier präsentierten Zahlen sowie in den veröffentlichten Kreditermächtigungen. In ihrer dargereichten Form sind sie für einzelne Länder, allen voran Baden-Württemberg, nicht mehr für bare Münze zu nehmen: So plante BADWUR im Jahr 2022 mit EUR 23,78 Mrd., emittierte jedoch keine einzige Benchmarkanleihe. Stattdessen wurden die bewilligten Sonderkredite zur Bekämpfung der COVID-19-Pandemie i.H.v. EUR 14,6 Mrd. vollständig aufgeschoben, da sie für die damaligen finanziellen Engpässe nicht wirklich benötigt wurden. Der Bund der Steuerzahler bezifferte die aufgeschobene Kreditaufnahme zum Ende des Jahres 2022 gar auf EUR 23,6 Mrd. Die [Studie](#) legt dar, dass das Land tatsächlich diese Bewilligungen für darauffolgende Haushaltsjahre „hamstere“ und damit eine zukünftige Haushaltsführung unter formeller Einhaltung der Schuldenbremse ermögliche. De facto stelle diese Haushaltsführung einen Bruch der Schuldenbremse dar. Im Geiste des Budgetgrundsatzes der Haushaltsklarheit müssten diese Kreditbewilligungen schnellstmöglich zurückgenommen werden. Zur Wahrheit gehört unserer Meinung allerdings auch: Für 2025 sowie 2026 ist im baden-württembergischen Haushalt eine Schuldentilgung von rund EUR 0,2 Mrd. pro Jahr vorgesehen.

Refinanzierungsaktivitäten der Länder teilweise bereits weit fortgeschritten

Früher galt: Je höher der Bruttowert, desto häufiger ist das jeweilige Land am Primärmarkt vorstellig geworden. Ohnehin sollten wir nicht zu datengläubig sein, da Kreditermächtigungen wie eingangs dargelegt entweder nicht ausgenutzt oder unterjährig angepasst werden können. So landet NRW laut offizieller Liste mit EUR 15,34 Mrd. auf Rang zwei, gefolgt von Niedersachsen mit EUR 8,65 Mrd. Dahinter reihen sich BERGER, HAMBURG und SCHHOL ein. Äußerst aufschlussreich zeigt sich der Vergleich der Kreditermächtigungen mit der Primärmarktaktivität bis zum aktuellen Rand: So kam NIESA bereits mit sechs EUR-Benchmarks und einem aggregierten Neuemissionsvolumen i.H.v. EUR 6 Mrd. an den Markt und nahm schon einen Löwenanteil vom Tisch. Darüber hinaus schöpften auch BAYERN (EUR 1 Mrd.) sowie SACHAN (EUR 1,75 Mrd.) bereits jeweils signifikante Anteile ab. Im weiteren Jahresverlauf dürfte der Supply aus dem Ländersegment daher tendenziell nachlassen.

Kreditermächtigungen deutscher Länder im Zeitverlauf



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; * zum Teil gerundete bzw. vorläufige Zahlen

BW = BADWUR, BY = BAYERN, BE = BERGER, BB = BRABUR, HB = BREMEN, HH = HAMBURG, HE = HESSEN, MV = MECVOR, NI = NIESA, NW = NRW, RP = RHIPAL, SL = SAARLD, SN = SAXONY, ST = SACHAN, SH = SCHHOL, TH = THRGN

Hintergründe zur Schuldenbremse in Deutschland

Seit dem Jahr 2009 ist für Bund und Länder nach einer Übergangszeit gemeinsam der Grundsatz des ausgeglichenen Haushalts verankert. Das Ziel der Schuldenbremse ist es, die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung zu gewährleisten. Sie schiebt der „Defizitneigung“ der Politik somit einen Riegel vor und soll dafür sorgen, dass gute Zeiten zur Konsolidierung der Staatsfinanzen genutzt und der Gegenwartspräferenz der Exekutive Grenzen gesetzt werden. Um die Schuldenbremse ranken sich inzwischen zahlreiche Mythen. Das hat auch das Bundesministerium der Finanzen erkannt und sich im letzten Jahr bemüht, jene zu zerstreuen. Allen voran, dass die Schuldenbremse Innovationen und Investitionen, Wachstum oder Steuersenkungen verhindern würde. Korrekt ist: Die Entwicklungen von der Einführung bis 2020 waren sehr einheitlich hin zum Besseren, gehen jedoch seitdem in die „falsche“ Richtung: Zum einen gelang es den Ländern vor dem Hintergrund der COVID-19-Pandemie nur mit großen Anstrengungen, die konjunkturelle Verfassung möglichst aufrecht zu erhalten. Dies gilt aufgrund der Kriegsfolgen auch in den Bereichen gestörte Lieferketten, Inflation und Bewältigung von Zuwanderung bzw. Flüchtlingsströmen. Zum anderen erforderte die (eigentlich) seit 2020 auch auf Länderebene geltende Schuldenbremse eine (noch) stärkere Haushaltsdisziplin. So sind einige Länder bereits vor dem offiziellen Start der Schuldenbremse nachhaltig ohne Neuverschuldung ausgekommen und wurden nun teils mehrere Jahre zurückgeworfen. Dies hatte damals u.a. Downgrades bei Baden-Württemberg und Sachsen-Anhalt auf weiterhin hohem Niveau zur Folge sowie veränderte Ratingausblicke auf „negativ“ bei anderen Ländern.

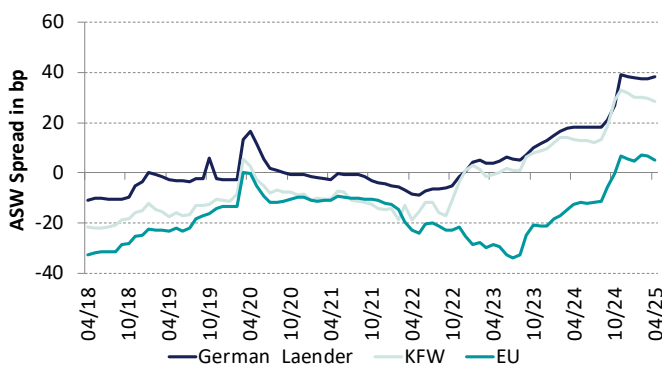
Bundestag beschließt Reform – Chancen und Risiken für die Länder

Am 21. März verabschiedete das deutsche Parlament ein gigantisches Rambo-Zambo-Investitionspaket für Verteidigung, Infrastruktur, Klimaschutz sowie für die Länder und Gemeinden i.H.v. aggregiert knapp EUR 1.000 Mrd. – darunter u.a. EUR 100 Mrd. für die regionalen und lokalen Gebietskörperschaften. Des Weiteren soll den Ländern zukünftig ein größerer Spielraum für die eigene Verschuldung eingeräumt werden. So sollen die Sub-Sovereigns Kredite i.H.v. 0,35% des nominalen BIP aufnehmen dürfen, was bis dato lediglich dem Bund erlaubt und den Ländern strikt untersagt war. Die Aufteilung der für die Ländergesamtheit zulässigen Kreditaufnahme auf die einzelnen Länder soll dabei einfachgesetzlich geregelt werden. Bestehende landesrechtliche Regelungen, etwa in den Haushaltsordnungen oder Landesverfassungen, die hinter dieser Kreditobergrenze zurückbleiben, sollen nach dem Beschluss außer Kraft treten. Hinsichtlich der zusätzlichen EUR 100 Mrd. für Investitionsvorhaben der Länder werden entsprechende Mittel nach unserer Lesart des Beschlusses zunächst vom Bund aufgenommen und sodann an die Länder verteilt. Dieses Vorgehen dürfte sich demnach positiv auf die Finanzen der Sub-Sovereigns auswirken. So ist es denkbar, dass einzelne Länder selbstfinanzierte Investitionen mit Beiträgen aus den Transferzahlungen substituieren. Im Kontext eines zu erwartenden Anstiegs der Neuverschuldung dürften nicht alle Länder die nun erlaubte Flexibilität in vollem Umfang ausschöpfen. Wir gehen davon aus, dass insbesondere finanzstarke Länder wie Bayern oder Hessen den Spielraum in ihrer Budgetplanung nicht komplett ausreizen werden. Dennoch halten wir es für wahrscheinlich, dass der vergrößerte fiskalpolitische Rahmen auch die Haushalte finanzstärkerer Länder belasten und folglich die Kreditwürdigkeit strapazieren dürfte – wie bereits im Falle des gesenkten Ausblicks für BADWUR seitens S&P deutlich wurde. Darüber hinaus werden die Herausforderungen nicht weniger: Wie bspw. das Statistische Bundesamt [Anfang April](#) mitteilte, wiesen die Haushalte der deutschen Kommunen im Jahr 2024 mit EUR -24,8 Mrd. das höchste Finanzierungsdefizit seit der Wiedervereinigung auf, was weitere negative Auswirkungen für die Länderhaushalte bedeuten dürfte.

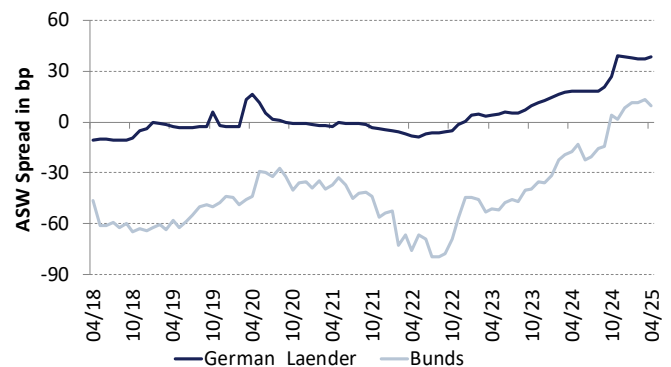
Hohes Neuangebot bestimmt Repricing

Wie auf den vorangegangenen Seiten skizziert, sorgten deutsche Länder bedingt durch einen hohen Finanzierungsbedarfs in Kombination mit der unsicheren politischen Lage rund um die Bundestagswahl in diesem Jahr bereits für einen sehr hohen Supply am SSA-Primärmarkt. Insgesamt beläuft sich das Neuemissionsvolumen im Benchmarkformat am aktuellen Rand auf EUR 30,1 Mrd. Einzig BRABUR trat dieses Jahr noch nicht am Primärmarkt in Erscheinung. Unter dem Strich traf das Neuangebot auf eine entsprechende Nachfrage seitens der Investoren und wurde daher sehr gut absorbiert. Unter Relative Value-Gesichtspunkten scheinen deutsche Länderanleihen durch die jüngsten Spreadbewegungen am aktuellen Rand derzeit attraktiv ggü. KfW sowie Covered Bonds. Trotz der anhaltenden Zinssenkungen der EZB ging es für die Spreads in den letzten Monaten in die entgegengesetzte Richtung. Für die absehbare Zukunft prognostizieren wir, dass sich dieser Pfad aufgrund der zu erwarteten Mehrausgaben und Fundingaktivitäten weiter fortsetzen wird – auch wenn kurzfristige Spreadeinengungen aufgrund eines zunächst nachlassenden Angebots nicht auszuschließen sind.

Spreadentwicklung Länder vs. KfW und EU – 10y



Spreadentwicklung Länder vs. Bunds – 10y



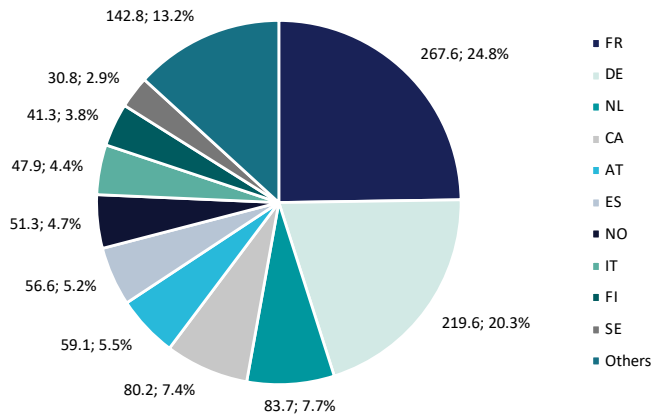
Quelle: Bloomberg, Markit, NORD/LB Floor Research

Fazit und Ausblick

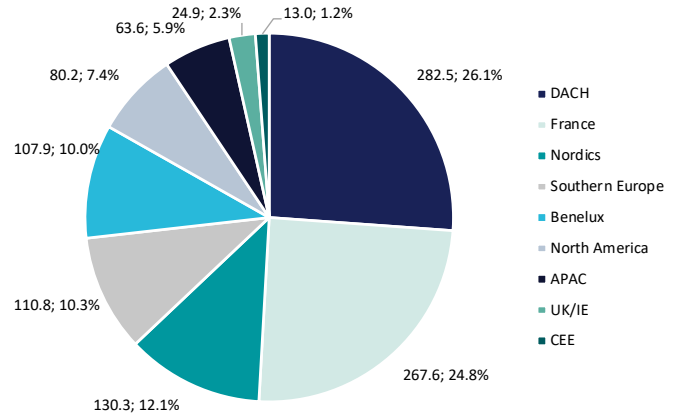
Die deutschen Länder haben ihre Kreditplanungen für das Jahr 2025 weitestgehend abgeschlossen und in diesem Zuge ihre Kreditermächtigungen publiziert. In den Jahren vor der Pandemie war eine klar abnehmende Tendenz bei den Netto- und Bruttokreditermächtigungen erkennbar, welche sich vor COVID-19 für 2020 bei rund EUR 70 Mrd. stabilisiert hatte bzw. hätte. Zum dritten Mal in Folge wären die Nettokreditermächtigungen gemäß erster Schätzung – aggregiert über alle Länder hinweg – negativ gewesen, was einer Rückführung der Gesamtverschuldung entsprochen hätte. Bekanntlich kam es mitnichten so. Nun sind auch die Daten für das laufende Jahr größtenteils veröffentlicht worden: EUR 81,7 Mrd. Bruttoermächtigungen für elf der 16 deutschen Länder. Wir rechnen bei vollständigem Vorliegen aller Zahlen erneut mit einem Überschreiten der EUR 90 Mrd. Nach wie vor halten wir diese Werte für stark verzerrt durch Baden-Württemberg und damit für anhaltend erklärungsbedürftig. Kapitalmarktseitig brachten die Länder im laufenden Jahr bereits ein beachtliches Volumen auf die Waage. Auch wenn einige Sub-Sovereigns in ihren Fundingaktivitäten somit weit fortgeschritten sind respektive diese bereits abgeschlossen haben, sehen wir hier aufgrund der Reform der Schuldenbremse Spielräume für weiteren Supply und damit für anhaltende – wenn auch überschaubare – Spreadausweitungen.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



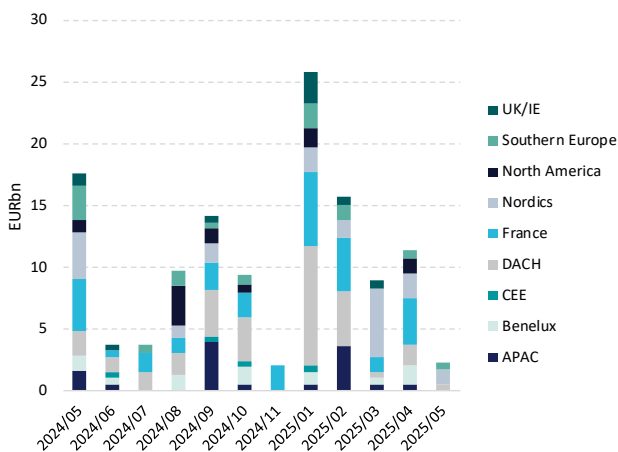
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



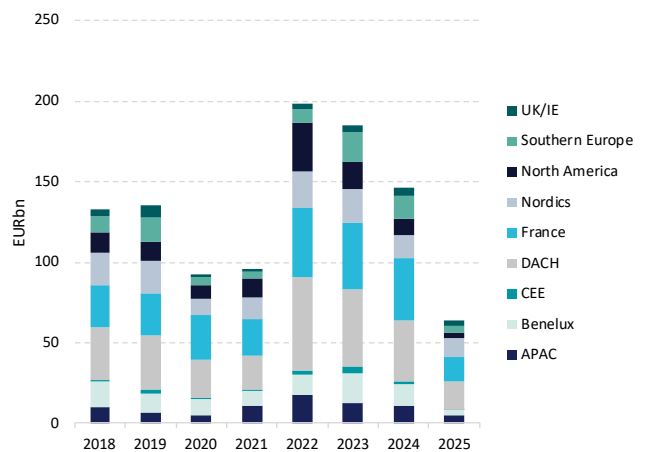
Top-10 Jurisdiktionen

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	267.6	257	31	0.98	9.2	4.6	1.63
2	DE	219.6	306	49	0.66	7.7	3.7	1.65
3	NL	83.7	84	4	0.93	10.3	5.5	1.43
4	CA	80.2	58	1	1.36	5.6	2.4	1.54
5	AT	59.1	98	5	0.59	7.9	3.9	1.62
6	ES	56.6	47	6	1.06	10.6	3.3	2.26
7	NO	51.3	61	12	0.84	7.1	3.3	1.30
8	IT	47.9	62	6	0.75	8.3	3.9	2.09
9	FI	41.3	47	5	0.86	6.6	3.0	1.80
10	SE	30.8	34	1	0.90	7.0	2.9	1.50

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

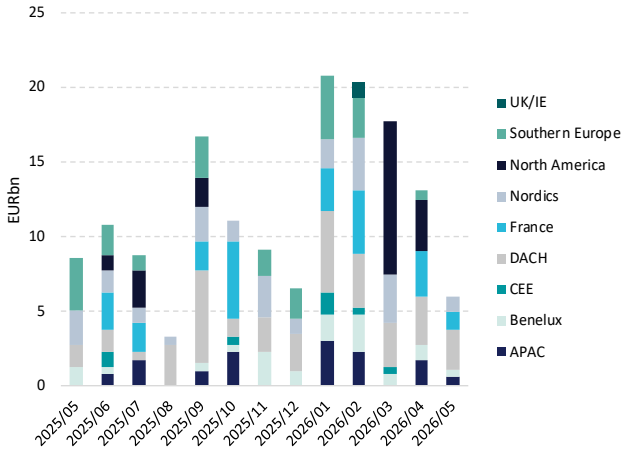


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

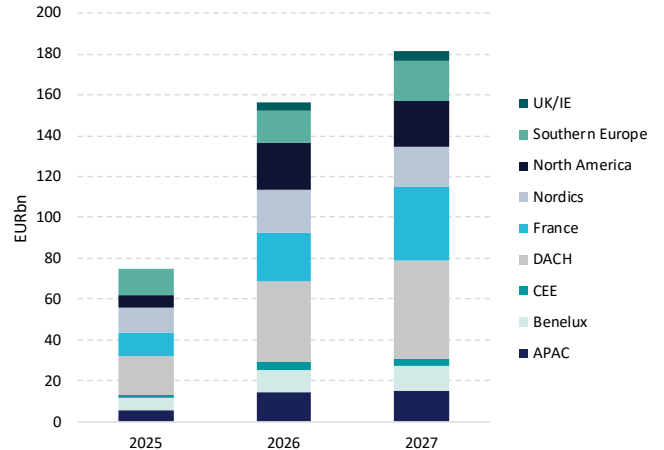


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

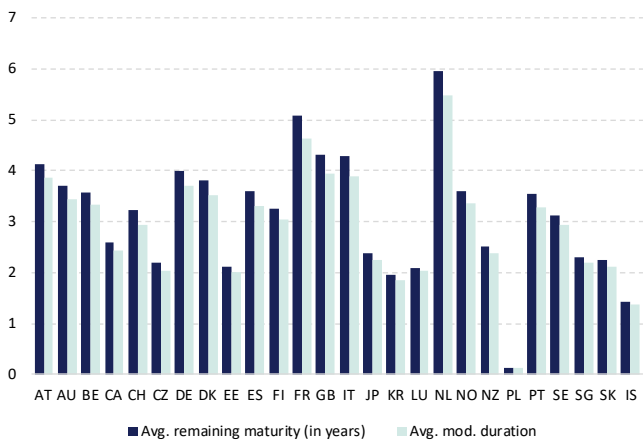
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



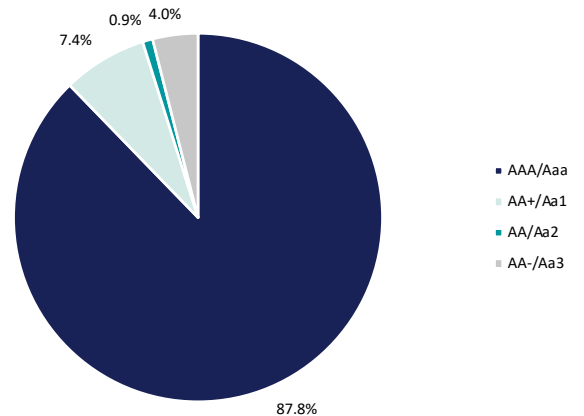
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



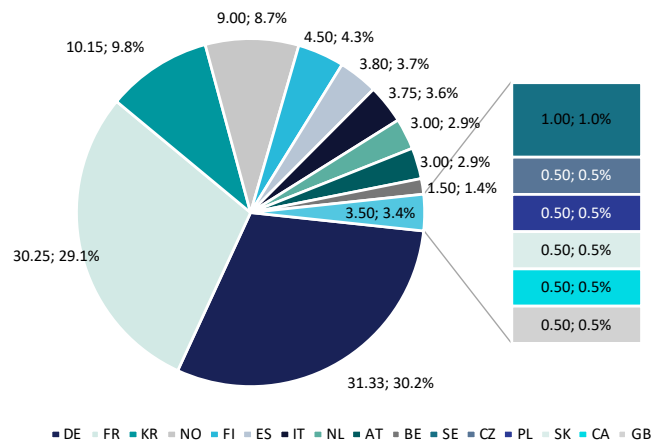
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



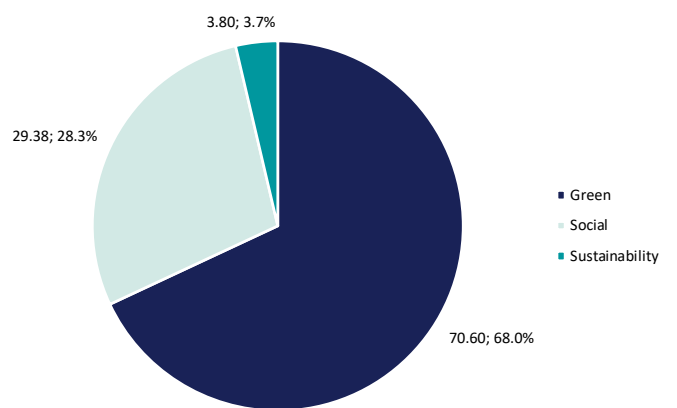
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

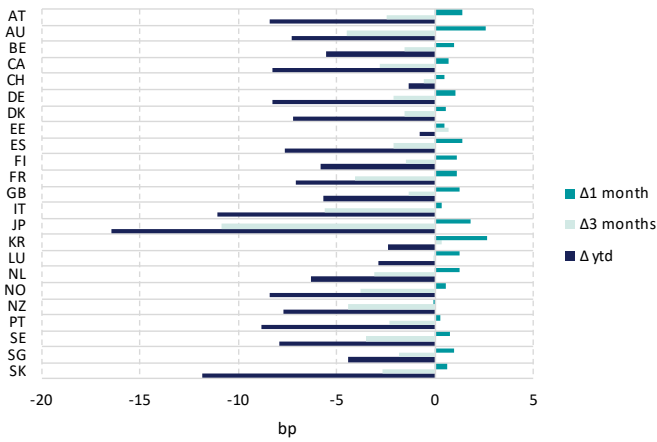


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

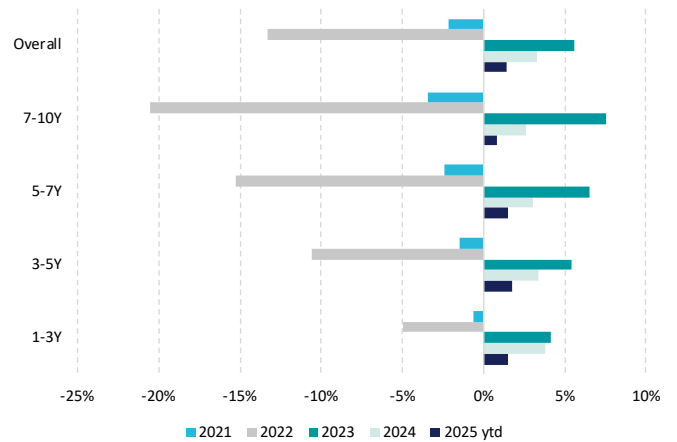


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

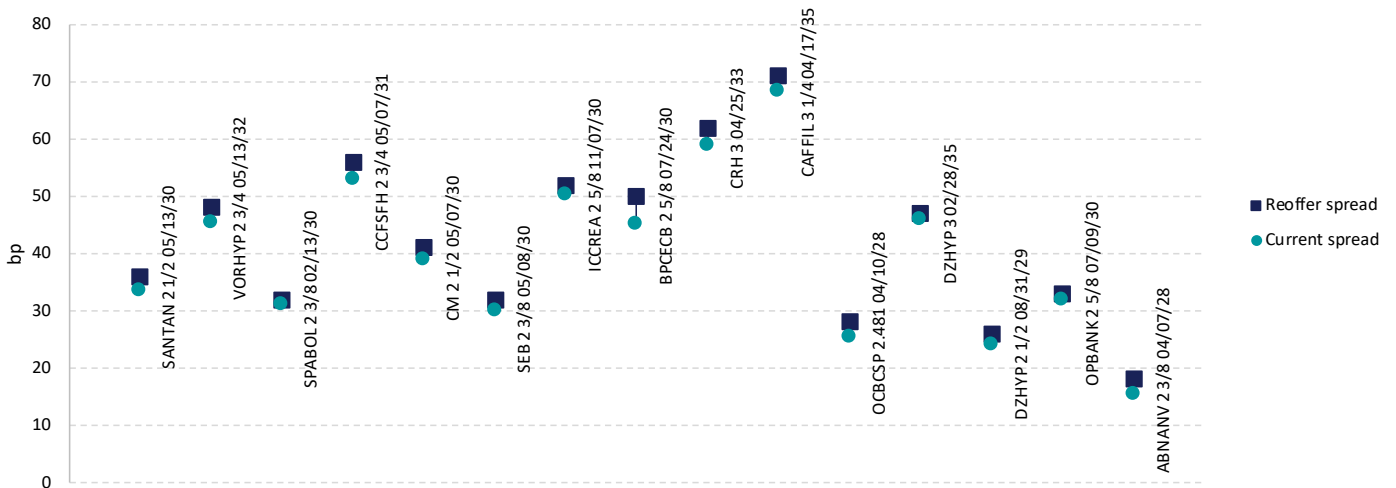
Spreadveränderung nach Land



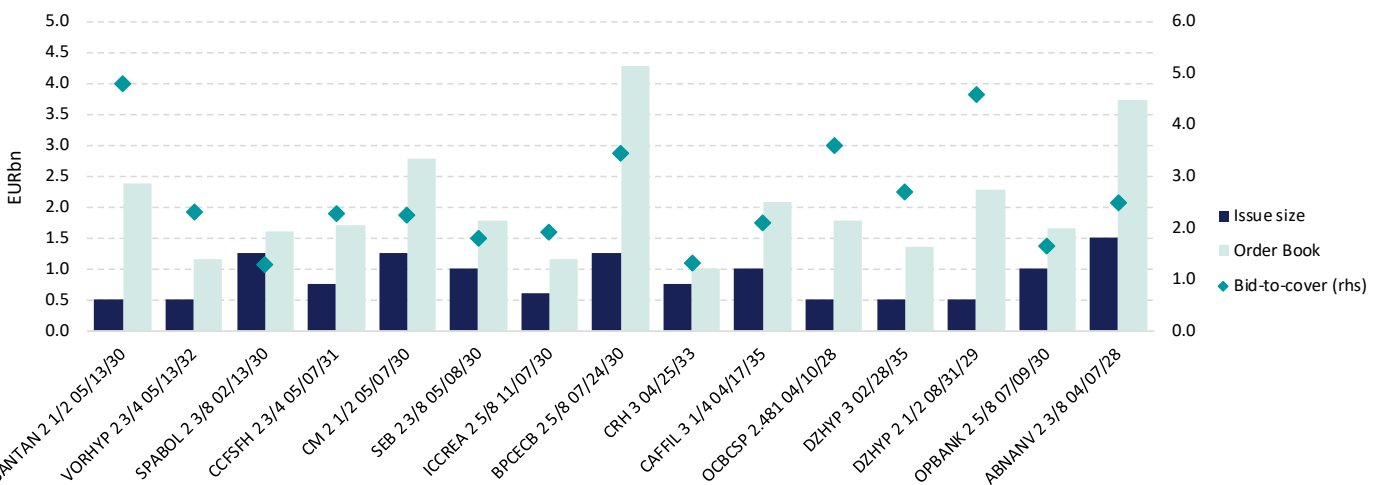
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



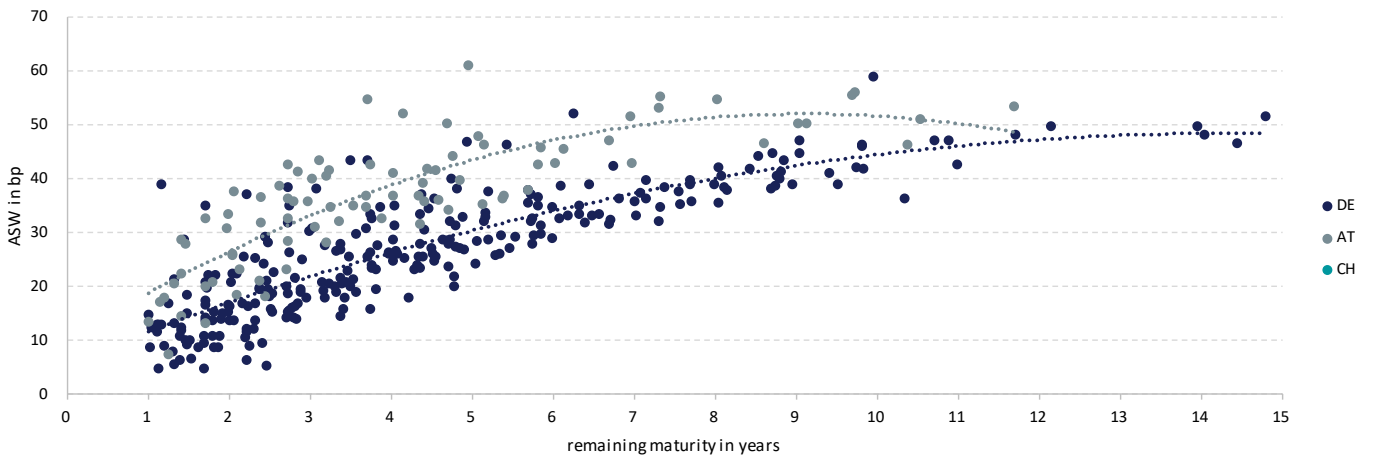
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



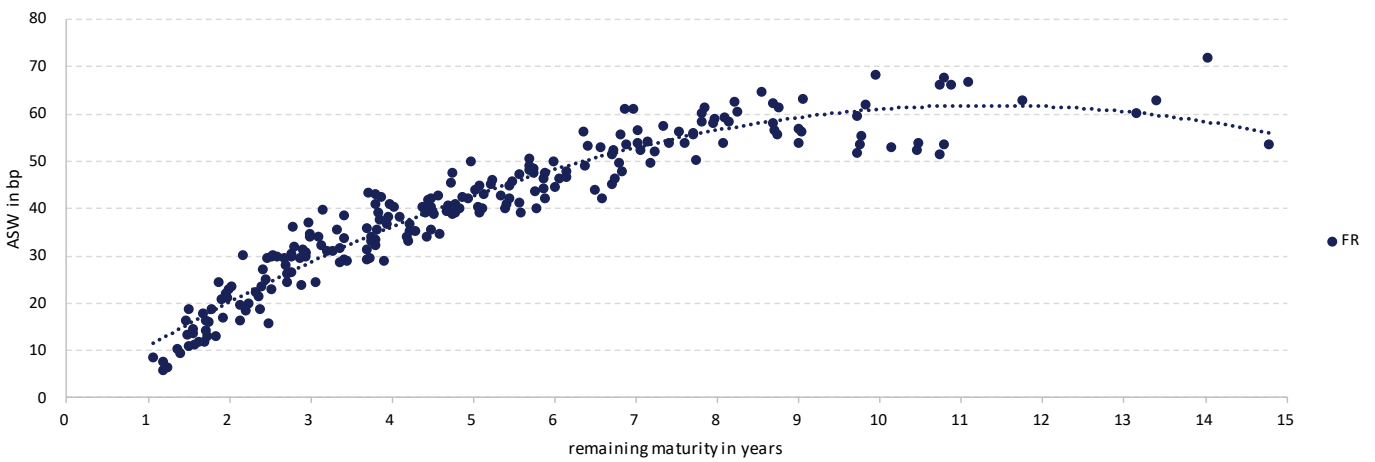
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht¹

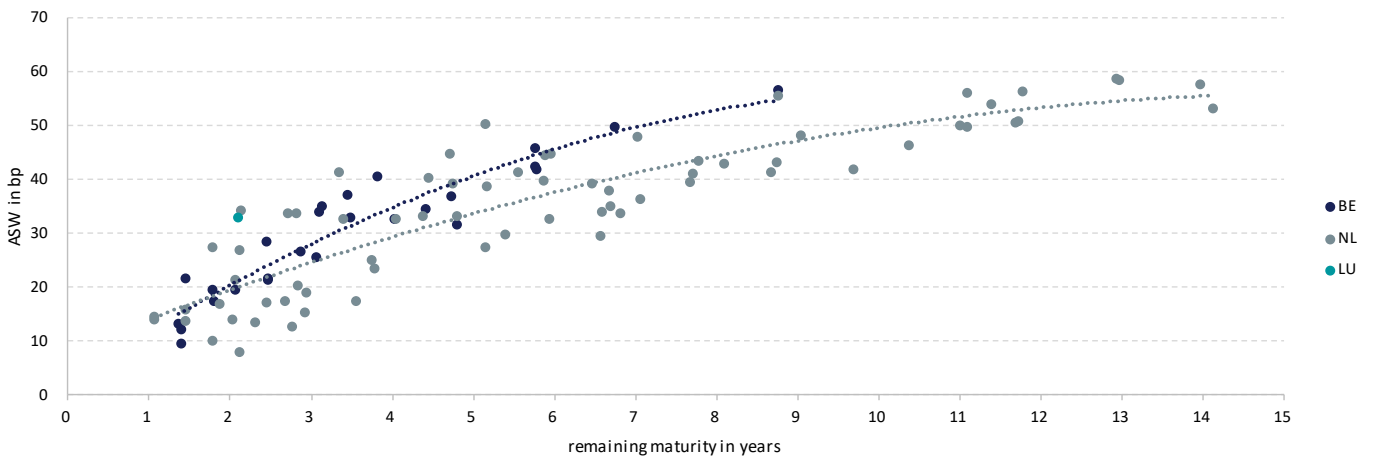
DACH 



France 

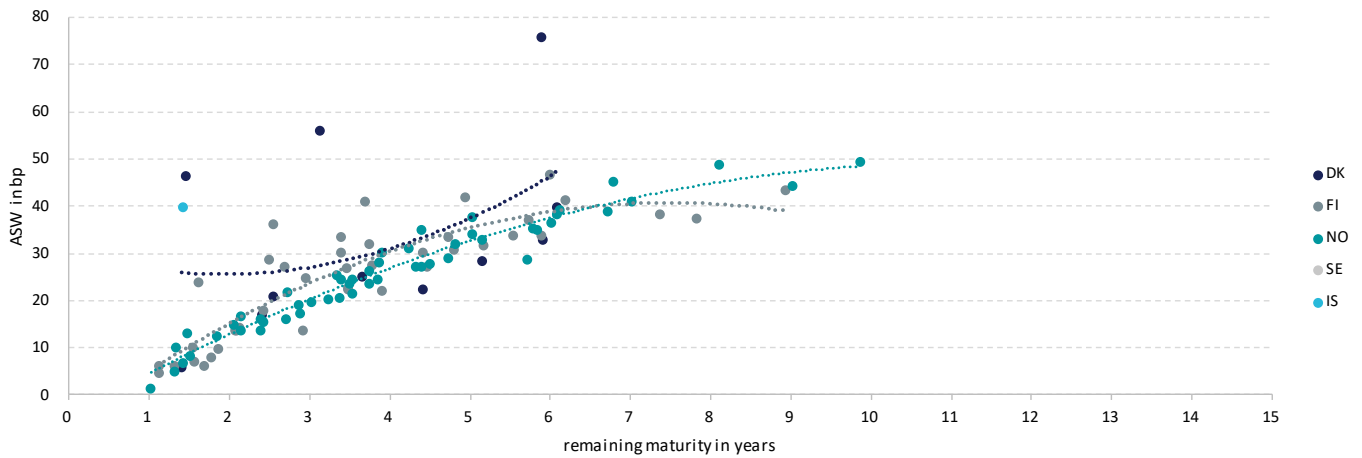


Benelux 

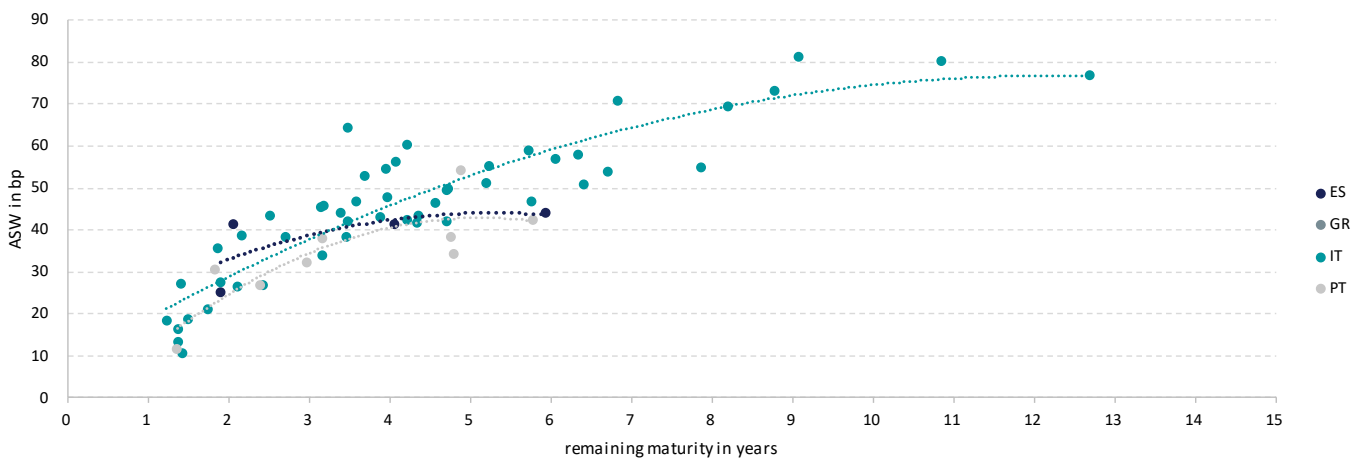


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research ¹ Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

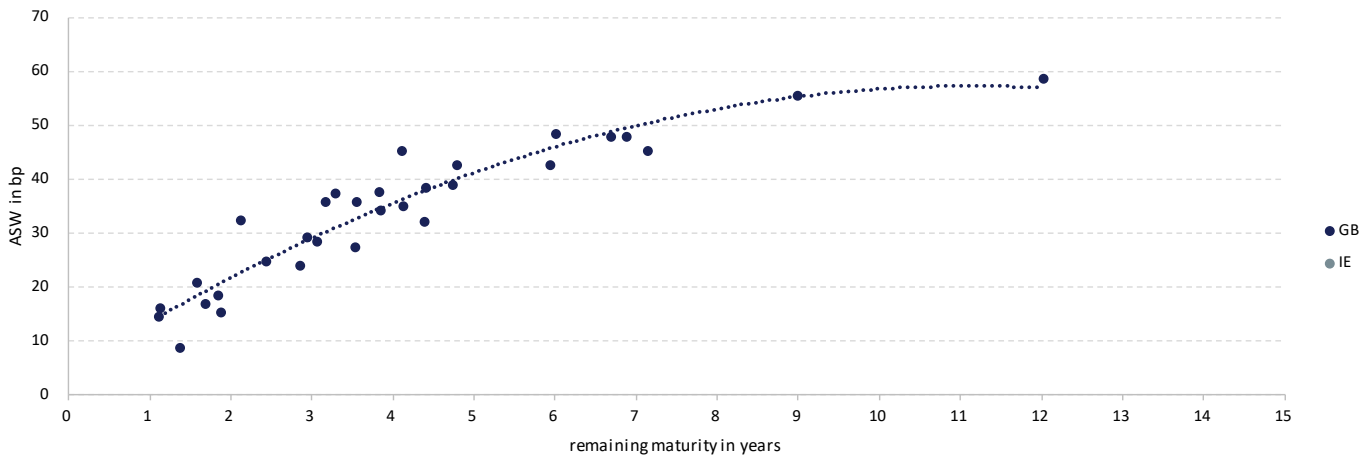
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



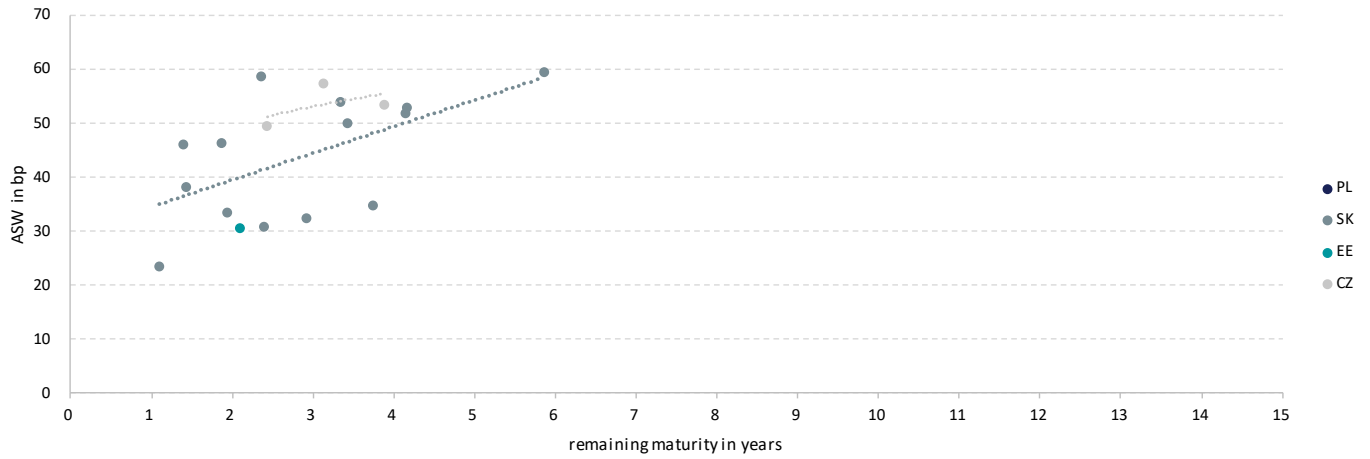
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



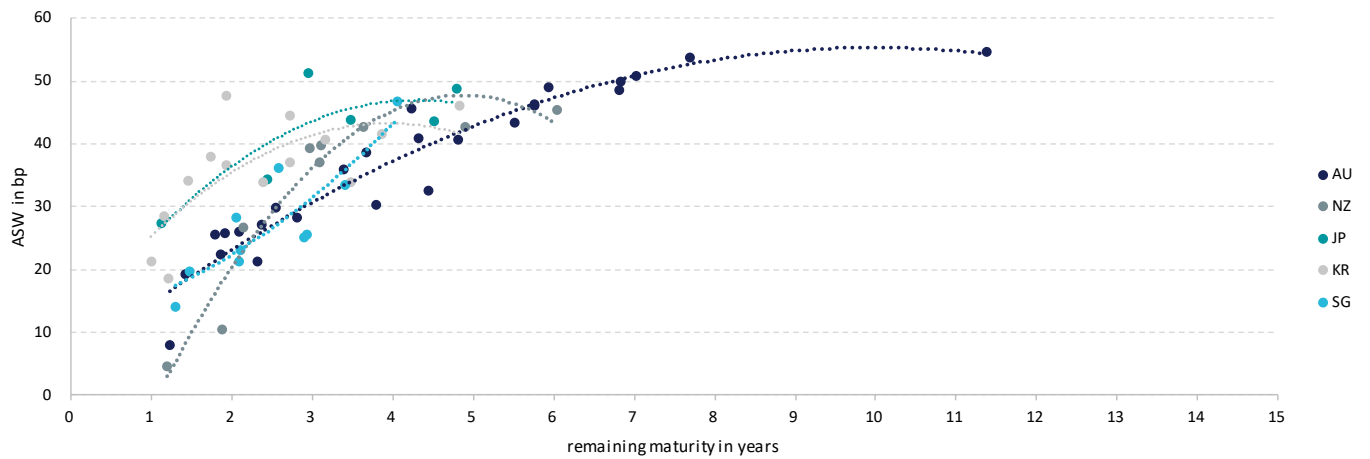
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



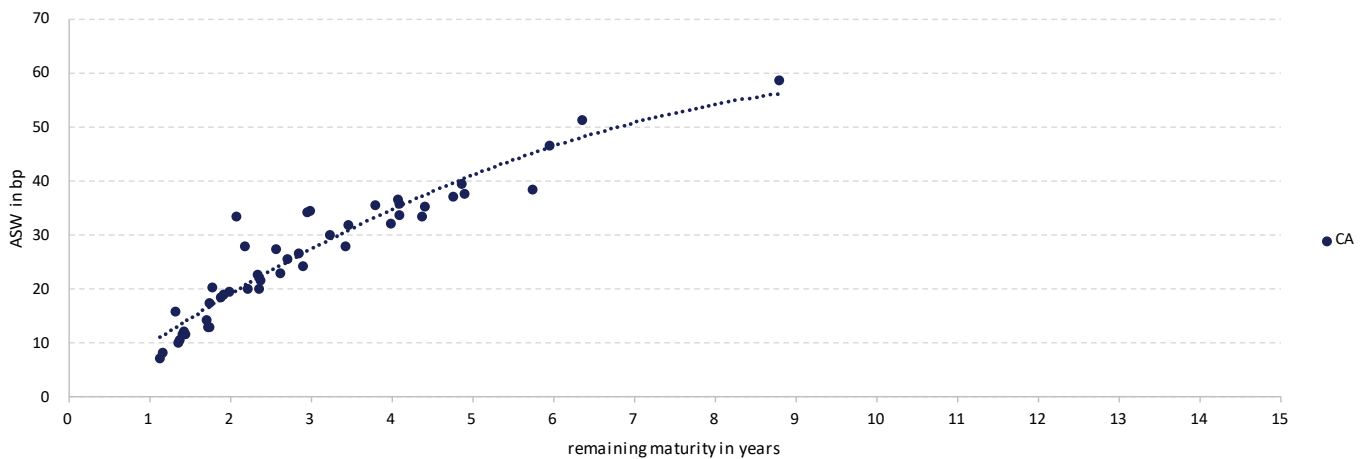
CEE 



APAC 



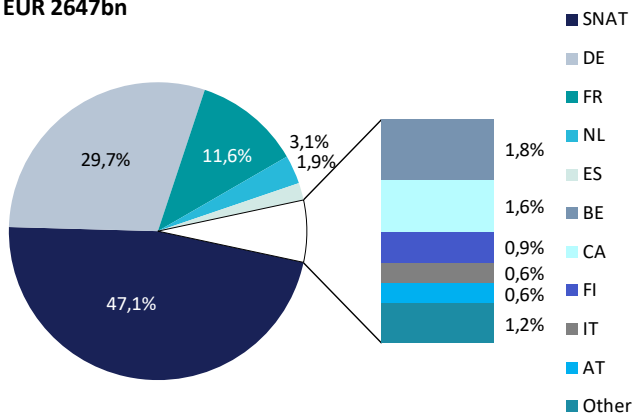
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

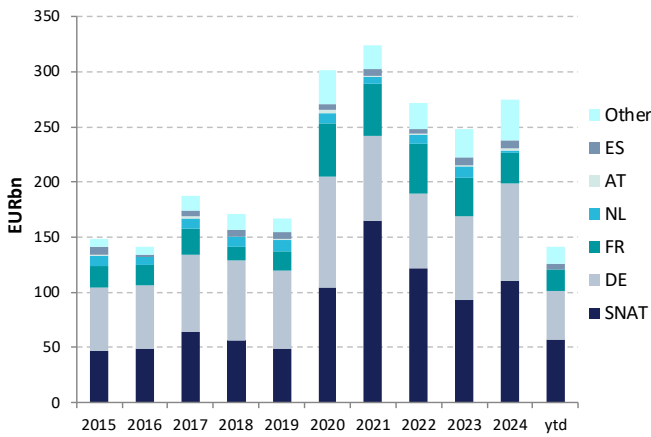
EUR 2647bn



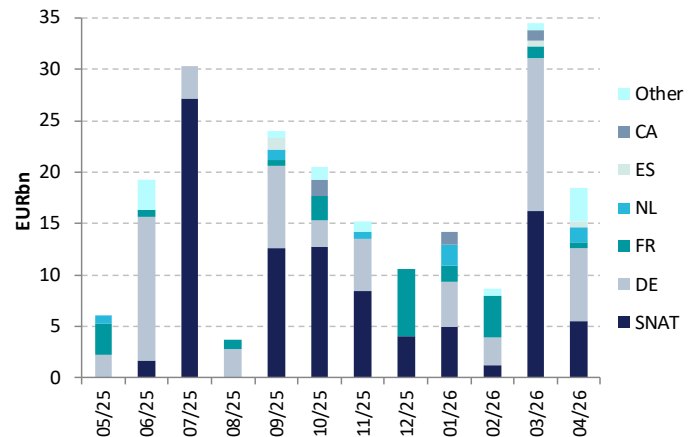
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.246,4	253	4,9	7,6
DE	785,2	593	1,3	6,1
FR	305,8	206	1,5	5,6
NL	82,4	67	1,2	6,4
ES	49,6	70	0,7	5,1
BE	48,4	49	1,0	9,7
CA	42,0	29	1,4	5,5
FI	24,0	25	1,0	4,3
IT	16,1	20	0,8	4,3
AT	16,0	21	0,8	4,5

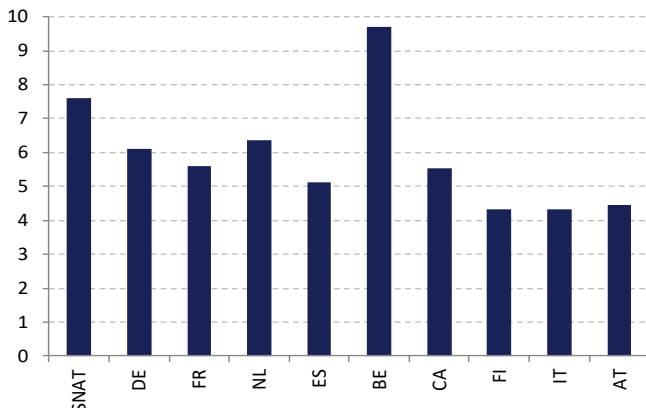
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



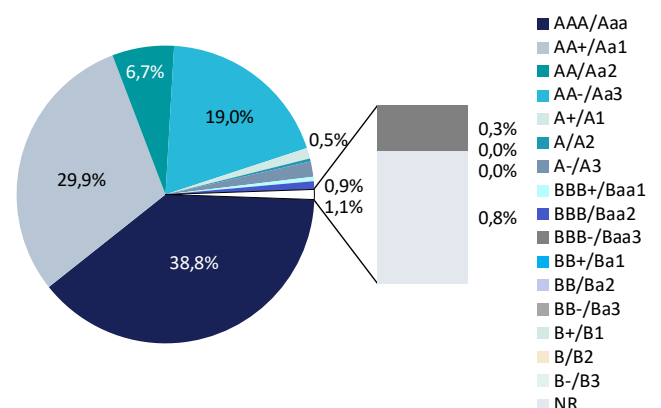
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



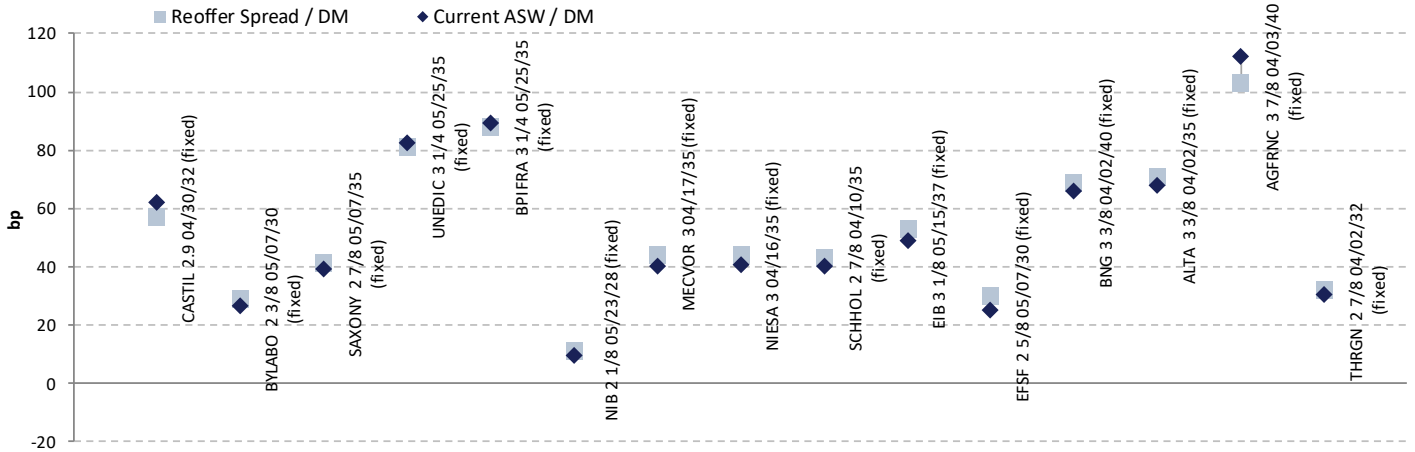
Vol. gew. Modified Duration nach Land



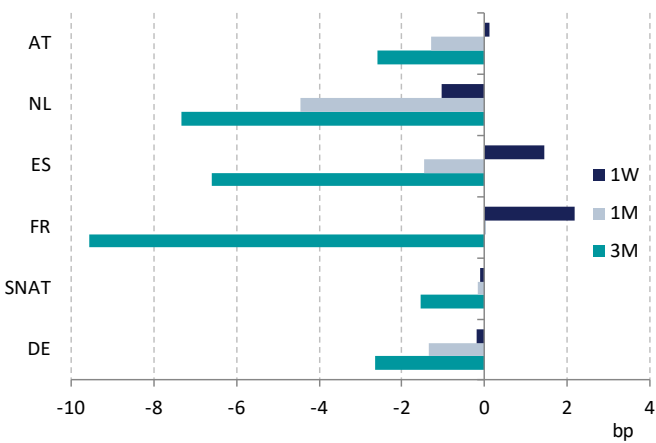
Ratingverteilung (volumengewichtet)



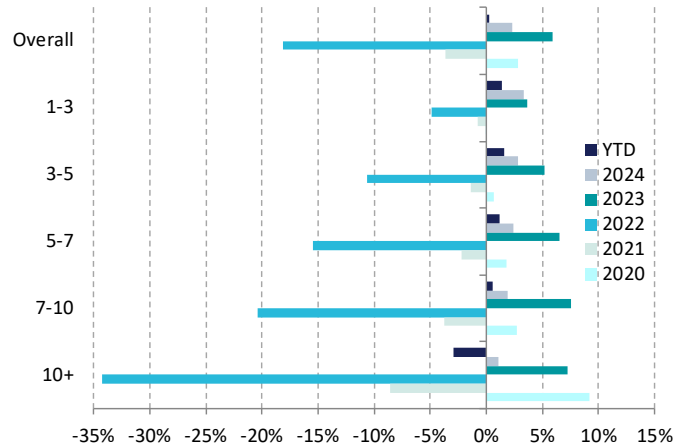
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



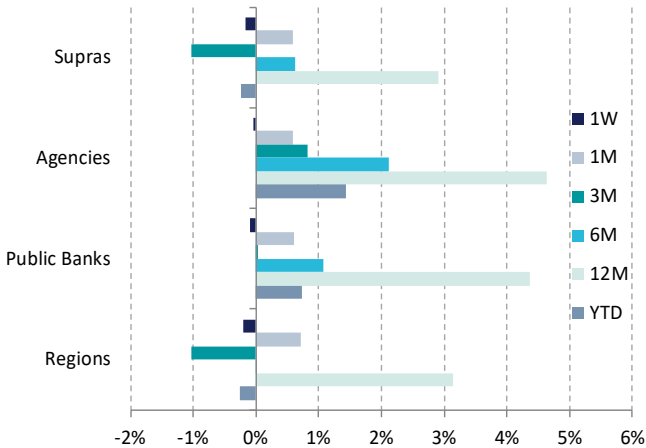
Spreadentwicklung nach Land



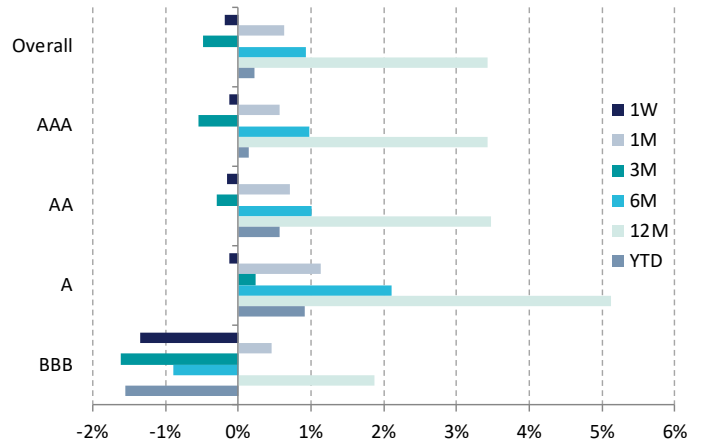
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

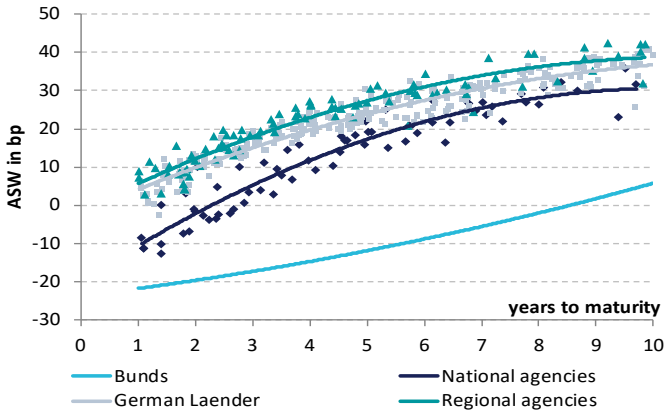


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

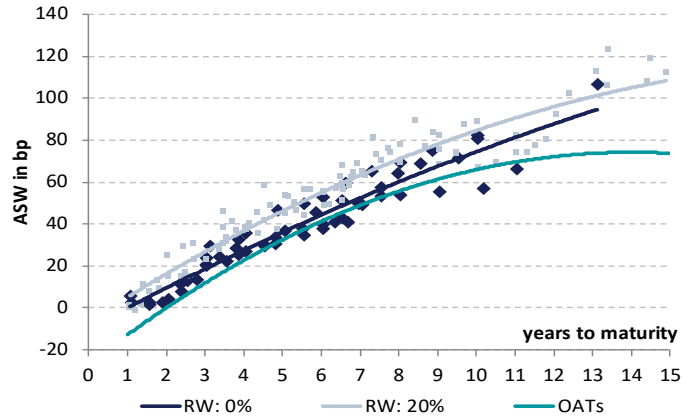


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

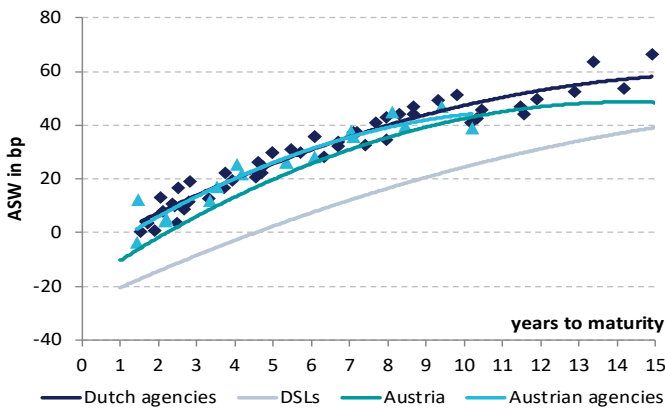
Germany (nach Segmenten)



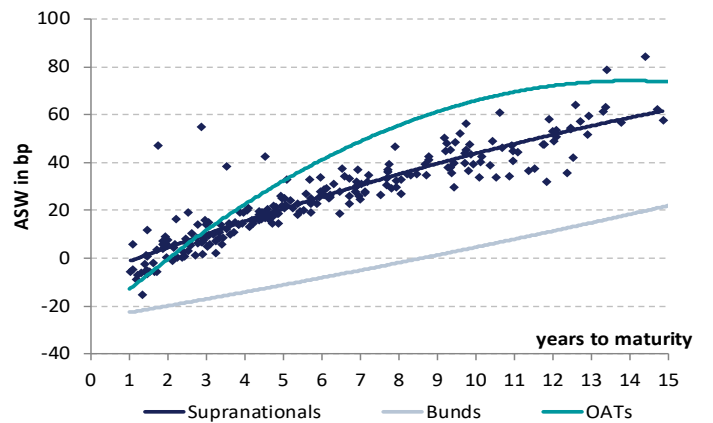
France (nach Risikogewichten)



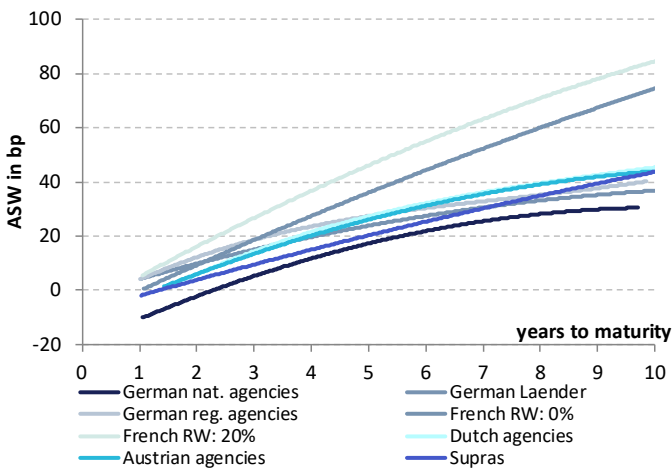
Netherlands & Austria



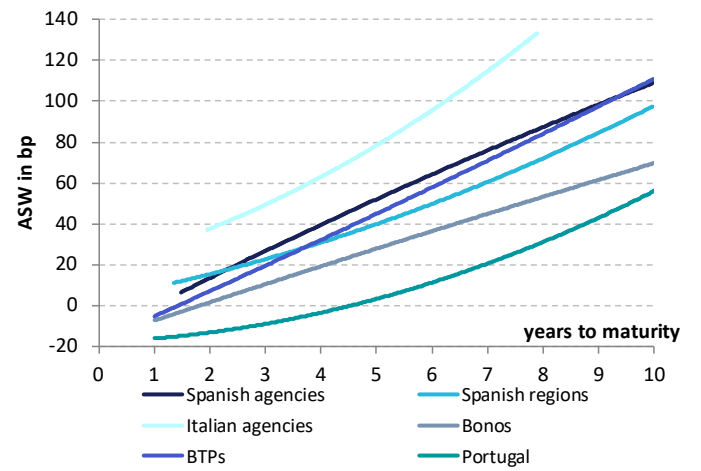
Supranationals



Core



Periphery



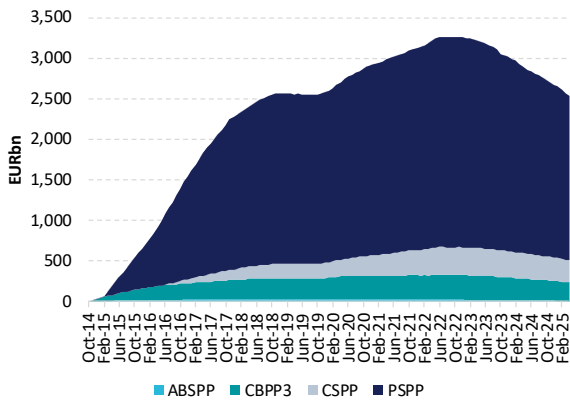
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

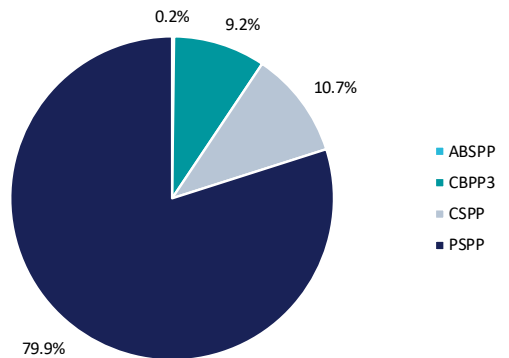
EZB-Tracker

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

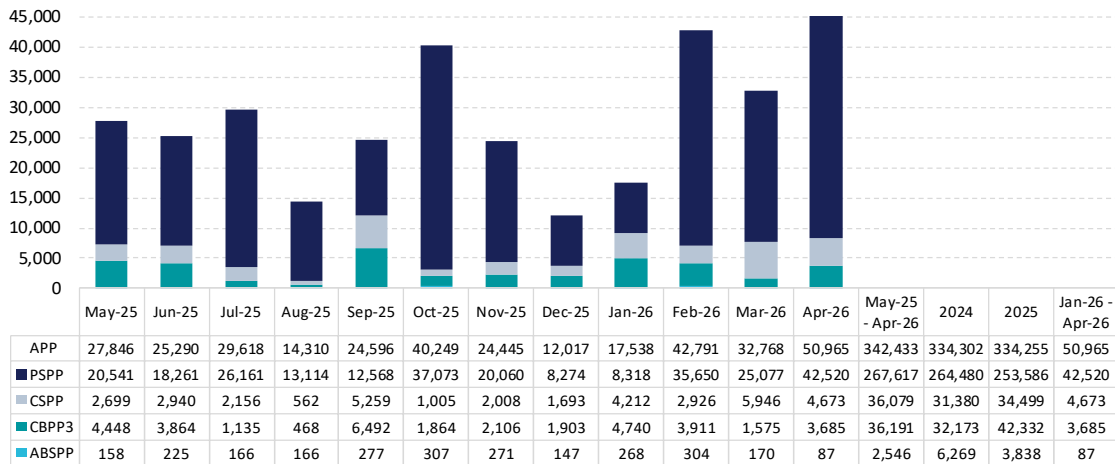
APP: Portfolioentwicklung



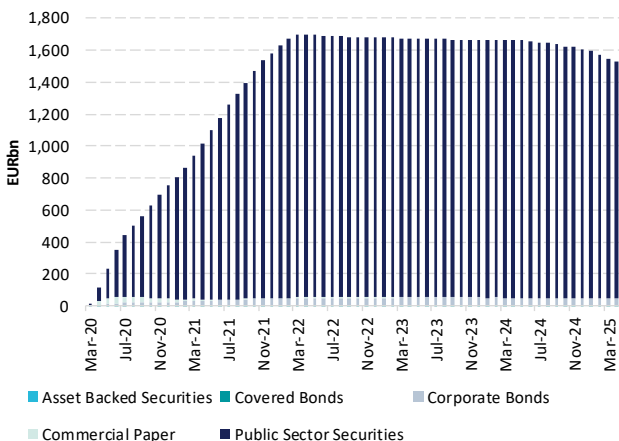
APP: Portfoliostruktur



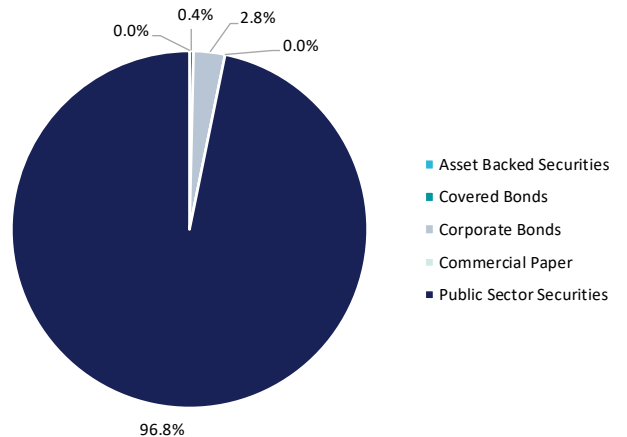
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



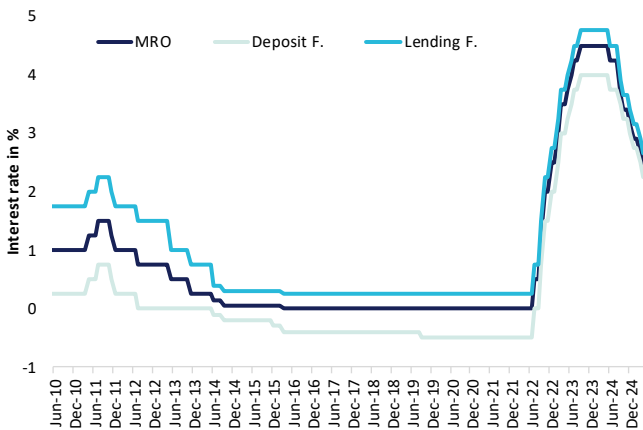
PEPP: Portfoliostruktur



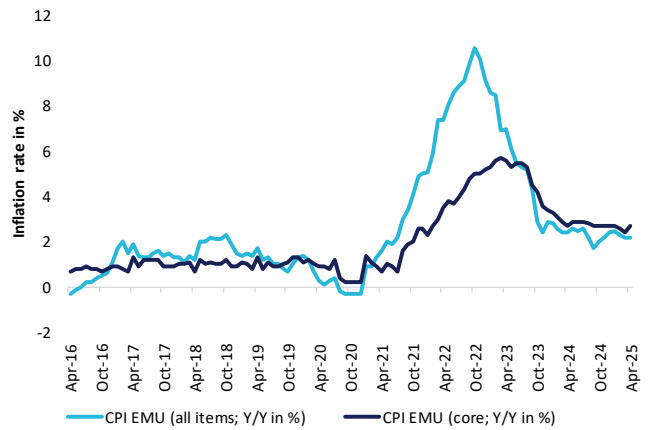
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



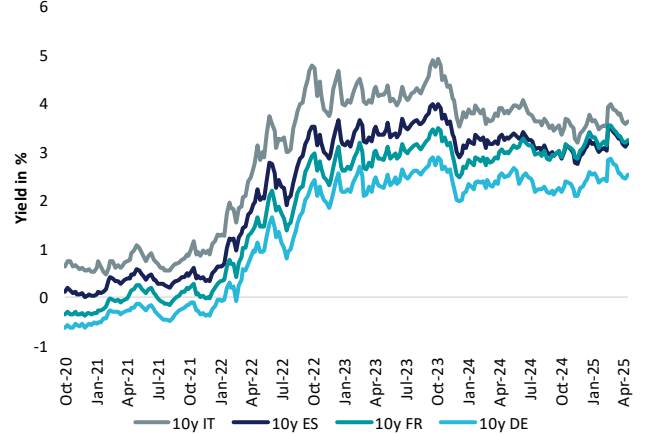
Inflationsentwicklung im Euroraum



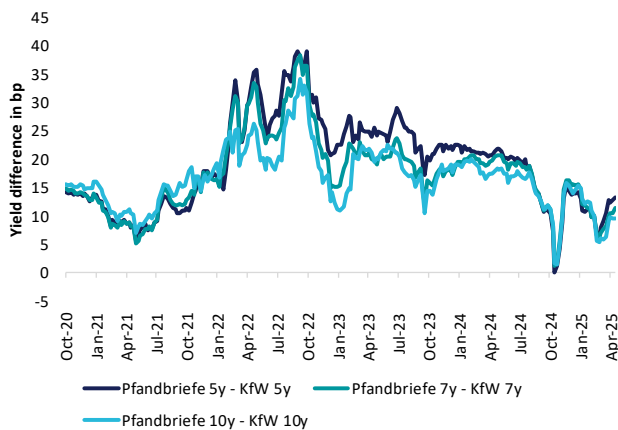
Bund-Swap-Spread



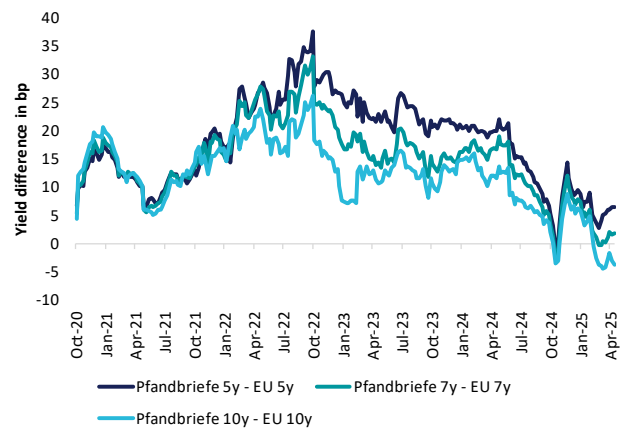
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
16/2025 ♦ 30. April	<ul style="list-style-type: none"> Special zur LCR-Klassifizierung und zum Risikogewicht: Ein (regulatorischer) Blick auf das EUR-Benchmarksegment Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025
15/2025 ♦ 16. April	<ul style="list-style-type: none"> Cross Asset: Relative Value – Eine (aktuelle) Bestandsaufnahme
14/2025 ♦ 09. April	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im I. Quartal 2025
13/2025 ♦ 02. April	<ul style="list-style-type: none"> Ein Rückblick auf das I. Quartal im Covered Bond-Segment SSA: Ein Rückblick auf das I. Quartal 2025
12/2025 ♦ 26. März	<ul style="list-style-type: none"> Ein Blick auf den dänischen Covered Bond-Markt Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Supras (MDBs) 2025
11/2025 ♦ 19. März	<ul style="list-style-type: none"> Repo-Fähigkeit von Covered Bonds Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
10/2025 ♦ 12. März	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bonds vs. Staatsanleihen: Eine Frage der Attraktivität NGEU: Green Bond Dashboard
09/2025 ♦ 05. März	<ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2024 Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Agencies 2025
08/2025 ♦ 26. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Overseas Covered Bonds – Schöne neue Spreadwelt? Update: Gemeinschaft deutscher Länder – Länderjumbos
07/2025 ♦ 19. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Ein Überblick über das EUR-Subbenchmarksegment Export Development Canada – EDC im Fokus
06/2025 ♦ 12. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) Region Okzitanien – OCCTNE im Fokus
05/2025 ♦ 05. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Crelan Home Loan plant Rückkehr an den Covered Bond-Markt SSA-Monatsüberblick: Rekordstart ins Jahr 2025
04/2025 ♦ 29. Januar	<ul style="list-style-type: none"> Cross-Asset – ESG-Pilotprojekt: Erster EU Green Bond in unserer Coverage
03/2025 ♦ 22. Januar	<ul style="list-style-type: none"> Bankensektor im Fokus: EBA Risk Dashboard im III. Quartal 2024 30. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2024)
02/2025 ♦ 15. Januar	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im SSA-Jahr 2024
01/2025 ♦ 08. Januar	<ul style="list-style-type: none"> Jahresrückblick 2024 – Covered Bonds SSA-Jahresrückblick 2024
42/2024 ♦ 18. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Ein regulatorischer Blick auf den iBoxx EUR Covered Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien
41/2024 ♦ 11. Dezember	<ul style="list-style-type: none"> Frankreich im Fokus: Covered Bond-Blick auf die Groupe CCF Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2024

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2024](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2024](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2024 Sparkassen](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2024](#)

[Issuer Guide – Kanadische Provinzen & Territorien 2024](#)

[Issuer Guide – Down Under 2024](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2024](#)

[Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals \(MDBs\) 2025](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2024](#)

[Issuer Guide – Skandinavische Agencies \(Nordics\) 2024](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2024](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2024](#)

[Erneute EZB-Zinssenkung: Neuer Zinspfad ist Trump\(f\)!](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research



Dr. Frederik Kunze
Covered Bonds/Banks
+49 172 354 8977
frederik.kunze@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck, CIIA
SSA/Public Issuers
+49 152 090 24094
norman.rudschuck@nordlb.de



Lukas Kühne
Covered Bonds/Banks
+49 176 152 90932
lukas.kuehne@nordlb.de



Lukas-Finn Frese
SSA/Public Issuers
+49 176 152 89759
lukas-finn.frese@nordlb.de



Alexander Grenner
Covered Bonds/Banks
+49 157 851 65070
alexander.grenner@nordlb.de



Tobias Cordes
SSA/Public Issuers
+49 162 760 6673
tobias.cordes@nordlb.de

Sales

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

Origination & Syndicate

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

Treasury

Liquidity Management/Repos	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650
----------------------------	--

Trading

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

Sales Wholesale Customers

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

Relationship Management

Institutionelle Kunden	rm-vs@nordlb.de
Öffentliche Kunden	rm-oek@nordlb.de

Disclaimer

Dieser Report (nachfolgend als „Information“ bezeichnet) ist von der **NORDEUTSCHEN 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, zu kopieren 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 lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar.

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. Für die Erstellung dieser Information nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. 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 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 und 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 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 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.

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 Warentermingeschäfte 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 wurde 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 Wertpapieren 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 Prospektpflicht 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 Bundesbankenkommission (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.

Redaktionsschluss: 07. Mai 2025 (08:40 Uhr)