NORD/LB
Zum wahren Nutzen.

Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Finanzgruppe

27. August 2025 ♦ 29/2025

Marketingmitteilung (ergänzende Hinweise s. Disclaimer)

Inhalt

Marktüberblick

Covered Bonds **3**

SSA/Public Issuers **6**

Der Ratingansatz von Standard & Poor's **10**

Pensionslawine und Kommunalschulden – Länder unter Druck **14**

Charts & Figures

Covered Bonds **20**

SSA/Public Issuers **26**

EZB-Tracker **29**

Cross Asset **30**

Ausgaben im Überblick **31**

Publikationen im Überblick **32**

Ansprechpartner in der NORD/LB **33**

Flooranalysten:

Head of Desk

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

Covered Bonds/Banks

Lukas Kühne
lukas.kuehne@nordlb.de

Alexander Grenner
alexander.grenner@nordlb.de

SSA/Public Issuers

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

Tobias Cordes, CIIA
tobias.cordes@nordlb.de

Marktüberblick Covered Bonds

Autor: Alexander Grenner

Primärmarkt: Emissionsgeschehen geht munter weiter

Nach der erfolgreichen „Wiedereröffnung“ in der vergangenen Woche ging das Emissionsgeschehen am Primärmarkt für Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat munter weiter. So konnten wir in den betrachteten Handelstagen insgesamt fünf Transaktionen aus vier Jurisdiktionen verzeichnen. Bereits in der vergangenen Woche zeigte sich mit der UniCredit Bank der erste Pfandbriefemittent nach der Sommerpause aktiv und konnte EUR 1 Mrd. (4,0y) bei ms +24bp am Markt platzieren. Für die Bank ist es bereits die dritte Neuemission im laufenden Jahr, wobei es sich bei den letzten beiden Transaktionen jeweils um Öffentliche Pfandbriefe handelte. Am selben Tag konnten wir mit dem Grünen Covered Bond der Credit Agricole Home Loan (ACACB) die erste ESG-Transaktion nach der Sommerpause am Markt begrüßen. Die Franzosen wählten für ihren achtjährigen Covered Bond eine Guidance von ms +52bp area. Die Neuemission konnte eine durchaus bemerkenswerte Investorennachfrage auf sich vereinen, was sich in einem gut gefüllten Orderbuch von EUR 3,2 Mrd. manifestierte. Final entschied sich ACACB für ein Emissionsvolumen von EUR 1 Mrd. (Reoffer-Spread: ms +45bp). Im Anschluss kühlte sich das Emissionsgeschehen für drei Handelstage etwas ab, bis am gestrigen Dienstag (26. August) gleich drei Bonds am Markt platziert wurden. In der vergangenen Woche noch in Gestalt ihrer belgischen Tochter, zeigte sich nun auch die niederländische ING Bank (ING) mit einer Dual Tranche (5,0y bei ms +33bp area & 10,0y bei ms +45bp area) am Markt. Die Art der Emission ist für uns durchaus keine Überraschung, da ING sich in der Vergangenheit bereits öfter für die Begebung einer Dual Tranche entschied (zuletzt im Januar 2024). Nach Abschluss der Vermarktungsphase wählte die Bank ein Transaktionsvolumen von EUR 1,75 Mrd. (ms +27bp) für die kürzere bzw. EUR 750 Mio. (ms +40bp) für die längere Laufzeit. Ebenfalls am gestrigen Tag öffnete die Korea Housing Finance Corporation (siehe unten) die Bücher für ihren Social Covered Bond im Volumen von EUR 500 Mio. (WNG). Der Reoffer-Spread konnte im Laufe der Vermarktungsphase um sieben Basispunkte eingeengt werden (Bid-to-cover-Ratio: 2,7x).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Korea Housing Finance	KR	26.08.	XS3149806971	5.0y	0.50bn	ms +42bp	- / Aaa / AAA	X
ING Bank	NL	26.08.	XS3170286283	10.0y	0.75bn	ms +40bp	AAA / Aaa / AAA	-
ING Bank	NL	26.08.	XS3170229135	5.0y	1.75bn	ms +27bp	AAA / Aaa / AAA	-
Credit Agricole SFH	FR	20.08.	FR0014012BB5	8.0y	1.00bn	ms +45bp	AAA / Aaa / AAA	X
UniCredit Bank	DE	20.08.	DE000HV2A003	4.0y	1.00bn	ms +24bp	- / Aaa / -	-

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

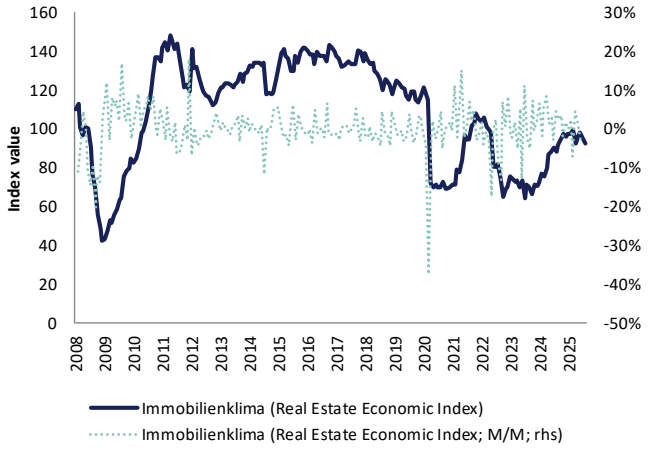
Sekundärmarkt: Angespanntes Bild nach Misstrauensvotum in Frankreich

Auch wenn die recht zahlreichen Neuemissionen gut am Sekundärmarkt aufgenommen wurden, ist das generelle Bild vor dem angekündigten Misstrauensvotum in Frankreich angespannt. Der Druck fokussiert sich am aktuellen Rand noch vorwiegend auf französische Namen, könnte aber auch Ansteckungstendenzen auf andere Jurisdiktionen haben. Es bleibt aber noch abzuwarten, ob dieser neue Druckpunkt auch in einem allgemeinen Spreadanstieg zum Ausdruck kommt.

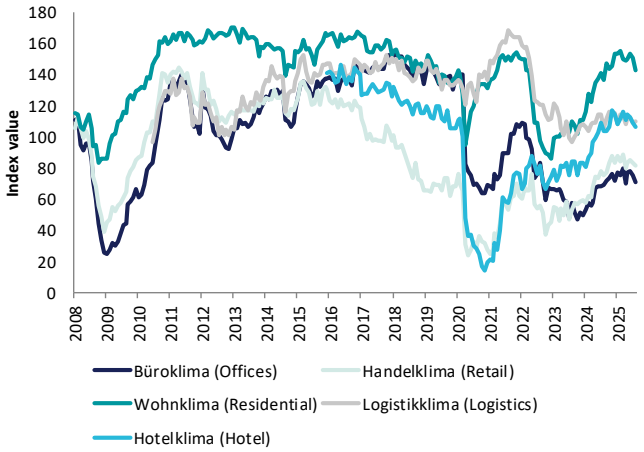
Deutsche Hypo Immobilienklima mit erneutem Rückgang

Das Deutsche Hypo Immobilienklima zählt bereits seit einigen Jahren zu den viel beachteten Gradmessern für die Lage am deutschen Immobilienmarkt. Nach einem Rücksetzer im Juli nimmt das Stimmungsbarometer unter den Immobilienexperten (212. Monatsbefragung) weiterhin ab und fiel im Vergleich zum Vormonat um 3,5% auf nun 92,2 Punkte. Damit befindet sich der Index auf dem Tiefstwert für das laufende Jahr. Tiefer notierte das Stimmungsbarometer zuletzt im September 2024 mit 92,1 Punkten. Rückgänge verzeichneten ebenfalls die Unterkategorien: Investmentklima (-2,3% auf 88,4 Punkte), Ertragsklima (-4,7% auf 96,0 Punkten), Handelklima (-1,9% auf 81,9 Punkte) sowie Hotelklima (-2,8% auf 106,3 Punkte). Auch der aktuelle Spitzenreiter, das Wohnklima, muss einen Einbruch hinnehmen, hier liegt das Minus mit 5,3% auf 143,3 Punkte sogar am höchsten. Der zweithöchste Rückgang fällt auf das aktuelle Schlusslicht, das Büroklima, welches bei 71,3 Punkten (-5,2%) notiert. Alle Segmente liegen jedoch über den Vorjahreswerten zum selben Zeitpunkt, was ein wenig die Volatilität am aktuellen Rand verdeutlicht. Laut Ingo Albert, Leiter Deutsche Hypo – NORD/LB Real Estate Finance Frankfurt, zeichnet sich nach wie vor keine Hochphase für das Immobilienklima ab. Auch wenn am Markt für gewerbliche Immobilien erste Stabilisierungstendenzen zu verzeichnen seien, rechnet er mit einer nachhaltigen Erholung erst für das kommende Jahr. Der Investmentmarkt profitiere laut Albert von den sieben Leitzinssenkungen der EZB in Folge sowie von den zu erwartenden Auswirkungen des Konjunkturprogramms der Bundesregierung, negative Faktoren bleiben auf der anderen Seite die aktuellen geopolitischen Unsicherheiten. Weiterhin schätzt Albert Investments in Mietwohnungen aufgrund der großen Nachfrage bei geringem Angebot trotz des leichten Rückgangs nach wie vor als attraktiv ein, gleichzeitig profitiere auch die Assetklasse Logistik von den geplanten Infrastrukturinvestitionen.

Immobilienklima Gesamtindex und Veränderung (M/M)



Immobilienklima nach Segmenten



Quelle: Deutsche Hypo, bulwiengesa, NORD/LB Floor Research

Moody's hebt Covered Bond-Rating der UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia an

Die Ratingagentur Moody's gab kürzlich ein Ratingupgrade des hypothekenbesicherten Covered Bond-Programms der UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia aus Tschechien von „Aa2" auf „Aa1" bekannt. Hauptgrund für die Heraufstufung waren Anpassungen des Übersicherungsniveaus des Programms, insbesondere die Absicht des Emittenten, zukünftig eine mit dem „Aa1"-Rating vereinbare Overcollateralisation einzuhalten. Das aktuelle Übersicherungsniveau des Cover Pools liegt bei 63,3%. Der Timely Payment Indicator (TPI), eine von Moody's herangezogene Kennzahl zur Rückzahlungswahrscheinlichkeit, liegt für das Programm bei „Probable" und schränkt das neue Rating nicht ein. Das Country Ceiling der Tschechischen Republik liegt bei „Aaa", für Covered Bond-Emittenten aus dieser Jurisdiktion ist damit das bestmögliche Moody's-Rating von „Aaa" erreichbar. Den Ratingansatz von Moody's haben wir zuletzt im Rahmen unserer Wochenpublikation vorgestellt, gleichzeitig berichten wir regelmäßig über das quartalsweise aktualisierte Covered Bond-Ratinguniversum der Agentur. Die UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia verfügt zurzeit über vier ausstehende Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat im Gesamtvolumen von EUR 2 Mrd. und war in der Vergangenheit auch bereits mit einer Transaktion im EUR-Subbenchmarksegment vertreten. Daneben ist der einzig weitere aktive Emittent aus der Tschechischen Republik aktuell die Komercni Banka mit einem ausstehenden Bond (EUR 500 Mio.). Im laufenden Jahr konnten wir bisher noch von keiner Transaktion aus Tschechien berichten, rechnen für den weiteren Jahresverlauf allerdings noch mit Neuemissionen im Volumen von EUR 500 Mio. aus dieser Jurisdiktion.

Korea Housing Finance Corporation erneut mit Social Covered Bond am Markt aktiv

Die Korea Housing Finance Corporation (KHFC), ein staatlicher Akteur zur Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus in Korea, hat in der vergangenen Woche die Neuemission eines fünfjährigen Social Covered Bond im Volumen von EUR 500 Mio. im WNG-Format angekündigt. Im Anschluss wurde in Zusammenarbeit mit den Joint Lead Managern der Transaktion ein Global Investor Call am 25. August durchgeführt. Die Neuemission im Rahmen des USD 15 Mrd. umfassenden Global Covered Bond-Programms folgte am nächsten Tag und verfügt seitens der Ratingagenturen Moody's und S&P über die jeweiligen Bestnoten (Aaa bzw. AAA). Die KHFC ist vollständig im Besitz der koreanischen Regierung (63,7% Wirtschafts- und Finanzministerium und 36,3% Bank of Korea). Das Issuer Rating von Aa2 (Moody's) bzw. AA (S&P) liegt auf dem Level des Sovereign-Ratings von Korea, was den Status des Emittenten als „quasi-staatliche" Institution hervorhebt. Der Deckungsstock der KHFC besteht vollständig aus erstrangigen, in KRW denominierten Hypothekendarlehen, wobei das maximale Kreditvolumen pro Immobilie auf KRW 500 Mio. (ca. EUR 314.000) begrenzt ist. Die KHFC ist laut eigenen Angaben mit einem Emissionsvolumen von EUR 8,7 Mrd. über den Zeitraum 2018-2025 der drittgrößte Emittent bei öffentlich gehandelten Covered Bonds in EUR aus der APAC-Region und seit 2022 Koreas größter Social Bond-Issuer. Neben Emissionen in EUR ist sie auch in den Währungen USD, CHF und AUD aktiv. Im EUR-Benchmarksegment ist die Bank aktuell mit acht ausstehenden Emissionen im Gesamtvolumen von EUR 5,3 Mrd. vertreten (allesamt Social Bonds), wobei die letzte Emission auf den Februar des laufenden Jahres zurückgeht (EUR 600 Mio.; 5,0y). Korea ist bei weitem die Jurisdiktion mit dem größten Anteil an Covered Bonds im ESG-Format, neben der KHFC sind auch die KEB Hana Bank, die Kookmin Bank und die Shinhan Bank mit regelmäßigen Emissionen von Green, Social oder Sustainability Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat am Markt aktiv. Für den Rest des Jahres rechnen wir nach dem gestern erfolgreich platzieren Deal der KHFC noch mit Neuemissionen im Volumen von EUR 500 Mio. aus Südkorea.

SSA/Public Issuers Marktüberblick

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

ICE: Sovereign-Indizes weiterhin ohne EU Bonds

Der US-amerikanische Indexanbieter Intercontinental Exchange (ICE) hat Mitte August nach dem Ende einer erneuten Konsultationsphase mitgeteilt, dass Anleihen der EU weiterhin nicht in entsprechende Staatsanleihen-Indizes aufgenommen werden. Bereits im letzten Jahr entschied sich der Anbieter gegen diesen Schritt. Nach Angaben von ICE sei die Mehrzahl der befragten Investoren nach wie vor der Ansicht, dass die EU nicht die Kriterien eines „typischen" Sovereigns erfülle. Das Bestreben der Staatengemeinschaft, sich von der gegenwärtigen Klassifizierung als Supranational zu lösen, bleibt folglich für den Moment (erneut) erfolglos. Allerdings lässt sich bereits das Durchführen von Konsultationen seitens der Indexanbieter grundsätzlich als positives Signal interpretieren, denn dies deutet darauf hin, dass der Markt die Bemühungen der EU wahrnimmt und auch die erzielten Fortschritte anerkennt. Nach unserem Dafürhalten dürfte die EU ihre Anstrengungen in diesem Kontext zukünftig somit weiter intensivieren, auch wenn zumindest in näherer Zukunft voraussichtlich nicht mit einer Aufnahme zu rechnen ist.

KfW-ifo-Mittelstandsbarometer: Stimmung im Mittelstand hellt sich weiterhin auf

Die jüngste Entwicklung des Geschäftsklimas im deutschen Mittelstand nährt weiter die Hoffnung auf eine wirtschaftliche Erholung in Deutschland. Laut Pressemitteilung stieg das KfW-ifo-Mittelstandsbarometer im Juli um +1,6 auf -12,4 Punkte und damit zum fünften Mal in Folge, auch wenn dieser damit nach wie vor unterhalb des langjährigen Durchschnitts liege. Nichtsdestoweniger scheinen sich die Anzeichen für einen Konjunkturaufschwung spürbar zu verdichten – insbesondere vor dem Hintergrund, dass die rund 7.500 befragten mittelständischen Unternehmen ihre Geschäftserwartungen an die kommenden sechs Monate deutlich besser beurteilten. Während sich die Einschätzung der aktuellen Geschäftslage nur geringfügig um +0,2 Zähler auf -16,3 Punkte verbesserte, hellten sich demgegenüber die Erwartungen an die kommenden sechs Monate deutlich auf und legten um +2,9 Punkte auf nunmehr -9,0 Punkte zu. Mit Blick auf die einzelnen Wirtschaftszweige stützt sich die Stimmungsaufhellung auf eine breite Basis, da alle fünf Bereiche insgesamt betrachtet zulegten: Im Dienstleistungsbereich (+1,0 Punkte), Einzelhandel (+1,6 Punkte) und Bauhauptgewerbe (+1,2 Punkte) basiert der Aufschwung jedoch lediglich auf verbesserten Erwartungen, wohingegen die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage gleichblieb oder sich teilweise leicht verschlechterte. Anders sieht es im Verarbeitenden Gewerbe (+5,2 Punkte) sowie im Großhandel (+2,6 Punkte) aus, wo das Stimmungsplus sowohl auf eine bessere aktuelle Lage als auch auf optimistischere Erwartungen beruhe und dementsprechend deutlicher ausfalle. Dennoch verzeichnen diese beiden Branchen unverändert die schwächste Geschäftslage und das schlechteste Geschäftsklima verglichen mit den anderen Wirtschaftsbereichen. „Vieles spricht dafür, dass es sich bei dem Stimmungsaufschwung in der deutschen Wirtschaft um mehr als nur ein Strohfeuer handelt", sagte Dr. Dirk Schumacher, Chefvolkswirt der KfW. „Die neue Bundesregierung hat die Mittel für einen massiven Fiskalstimulus. Schon im II. Halbjahr könnten etwa die neu geschaffenen degressiven Abschreibungen den Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen einen Schub verleihen. Spätestens 2026 dürfte sich dann die Ausweitung der staatlichen Infrastrukturinvestitionen und Militärausgaben positiv in der deutschen Konjunktur niederschlagen."

Scope plant Anpassung der Ratingmethodik für Sub-Sovereigns

Die Ratingagentur Scope überarbeitet aktuell ihre Ratingmethodik für Sub-Sovereigns und hat im Zuge einer Pressemitteilung über die geplanten Anpassungen informiert. Bis zum 01. September haben Marktteilnehmer noch die Möglichkeit, ihre Stellungnahmen bezüglich der Veränderungen einzureichen. Mit den Änderungen solle die bestehende Methodik weiterentwickelt sowie einige Konkretisierungen vorgenommen werden, dennoch würden die institutionellen Rahmenbedingungen weiterhin der maßgebliche Faktor für das Rating bleiben. Die Neuerungen dürften laut Aussage der Risikoexperten daher keine Ratingveränderungen nach sich ziehen. Scope werde somit unverändert an einem vierstufigen Ratingmodell festhalten. Während im ersten Schritt nach wie vor der institutionelle Rahmen beurteilt und auf dieser Grundlage der indikative Ratingbereich eines Emittenten festgelegt wird, folgt im zweiten Schritt die Bewertung des individuellen Kreditprofils (ICP) unter Berücksichtigung verschiedener Kriterien wie z.B. Verschuldung und Liquidität, Haushalt sowie ESG-Aspekte. Aus der Zusammenführung der Ratingspanne und dem ICP-Score werde schließlich das Rating abgeleitet und im letzten Schritt gegebenenfalls noch angepasst, um verschiedenen Aspekten – wie z.B. der systemischen Relevanz des Emittenten – Rechnung zu tragen. Im Rahmen der Überarbeitung schlägt Scope u.a. vor, dass die ESG-Faktoren nun vollständig und mit einer Gewichtung von insgesamt 20% – verteilt auf Environmental (2,5%), Social (7,5%) und Governance (10%) – in die Ermittlung des ICP-Scores einfließen sollen. Die in der bisherigen Methodik vorgesehene anschließende diskretionäre Anpassung um soziale und Umweltfaktoren solle dadurch entfallen. Auch das ICP-Rahmenwerk solle an verschiedenen Stellen angepasst bzw. erweitert werden. Beispielsweise solle zukünftig auch die Arbeitslosenquote bei der Beurteilung der Einkommens- und Steuerkraft qualitativ berücksichtigt werden, auch wenn das BIP pro Kopf weiterhin das maßgebliche Kriterium bleibe. Die zukünftige qualitative Berücksichtigung des Rückzahlungsverhältnisses (Bruttoschulden im Verhältnis zum operativen Ergebnis) soll zudem weiteren Kontext hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Verschuldung liefern. In der neuen Methodik sei zudem geplant, die Definition der öffentlichen Finanzierung auf direkte und indirekte Kanäle auszuweiten und horizontale Koordinierungsmechanismen zwischen Sub-Sovereigns anzuerkennen. Wir begrüßen die Anpassungen des Ratingansatzes, welche u.E. nach dazu beitragen werden, einen noch dezidierteren Blick auf die Kreditwürdigkeit einzelner Sub-Sovereigns zu erhalten. Vor dem Hintergrund der ECAF-Zulassung und der stark gewachsenen Coverage im deutschen Ländersegment haben wir uns zudem entschieden, die Ratings von Scope zukünftig auch in unserem Issuer Guide – Deutsche Länder auszuweisen. Die Veröffentlichung der diesjährigen Fassung ist zeitnah geplant.

NWB aktualisiert Social Bond Framework

Der niederländische Kommunalfinanzierer Nederlandse Waterschapsbank (NWB, Ticker: NEDWBK) hat sein Social Bond Framework aktualisiert und dieses an den 2025er-Leitlinien der ICMA für Social Bonds sowie dem *Harmonised Impact Reporting Framework for Social Bonds* ausgerichtet. Die mit der Emission von Social Bonds eingesammelten Mittel sollen ausschließlich für die Kreditvergabe an Unternehmen des sozialen Wohnungsbaus verwendet werden, um auf diesem Wege den sozialen Wohnungsbau zu unterstützen und so einen Beitrag zu den Sustainable Development Goals (SDGs) – insbesondere zu SDG 1 (Keine Armut) und SDG 11 (Nachhaltige Städte und Gemeinden) – zu leisten. Ökologische Nebeneffekte zahlen zudem auf die Erreichung von SDG 7 (Bezahlbare und saubere Energie) ein. Voraussetzung für die Kreditvergabe ist, dass die Darlehen durch den Garantiefonds für den sozialen Wohnungsbau (*Waarborgfonds Sociale Woningbouw*, WSW) genehmigt und garantiert werden.

KBN präsentiert Zahlen für H1/2025 – Rückgang im Kernergebnis um -7,6% Y/Y

Anfang August hat der norwegische Kommunalfinanzierer Kommunalbanken (Ticker: KBN) das Ergebnis für Q2/2025 sowie die ersten sechs Monate des Jahres präsentiert. Wie der Pressemitteilung zu entnehmen ist, fiel das Kernergebnis im II. Quartal mit NOK 305 Mio. (EUR-Äquivalent: EUR 26,0 Mio.) deutlich geringer aus als noch im Vorjahresquartal (Q2/2024: NOK 330 Mio.). Ursächlich hierfür seien allen voran höhere operative Kosten, welche sich im II. Quartal auf NOK 112 Mio. (Q2/2024: NOK 88 Mio.) beliefen, sowie deutlich geringere realisierte Gewinne (Q2/2024: NOK 193 Mio.; Q2/2025: NOK 88 Mio.). Demgegenüber stiegen die Nettozinseinnahmen der Norweger gegenüber dem Vorjahresquartal um NOK +16 Mio. auf NOK 568 Mio., wobei sich das Volumen des gesamten Kreditportfolios zum Ende des I. Halbjahres auf NOK 375,2 Mio. (H1/2024: NOK 358,1 Mio.) summierte. Das Volumen grüner Kredite legte indes im II. Quartal um NOK +1 Mrd. zu, sodass sich der Anteil am gesamten Kreditportfolio der KBN gegenüber dem Vorjahr um +1,6%-Punkte steigerte und per 30. Juni 20,1% betrug. „Wir lassen ein weiteres Quartal hinter uns, welches von erheblichen Marktschwankungen und Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der Weltwirtschaft geprägt war“, ordnete CEO Jannicke Trumpy Granquist die Ergebnisse ein und sagte weiter: „KBN verfügt über einen guten Zugang zu Liquidität und wird ihren Kunden weiterhin attraktive Finanzierungen für Projekte im kommunalen Sektor in ganz Norwegen anbieten.“ In der Gesamtsicht wies die KBN für die Periode von Januar bis Ende Juni damit ein Kernergebnis i.H.v. NOK 597 Mio. aus, welches deutlich unter dem Niveau des Vorjahreszeitraums liegt (H1/2024: EUR 638 Mio.). Der Nettozinsertrag wuchs im I. Halbjahr demgegenüber leicht auf NOK 1.121 Mio. (+1,5% Y/Y). Refinanzierungsseitig haben die Norweger in H1/2025 insgesamt 40 Anleihen in acht verschiedenen Währungen emittiert und dabei aggregiert rund NOK 102,6 Mrd. (H1/2024: NOK 61,6 Mrd.) eingesammelt.

FMO legt Halbjahresbericht vor – Abwertung des US-Dollars belastet das Ergebnis

Die niederländische Entwicklungsförderbank Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO, Ticker: NEDFIN) hat am 14. August ihren Zwischenbericht für die Periode von Januar bis Juni veröffentlicht. Nachdem im Vorjahresvergleichszeitraum noch ein Nettogewinn i.H.v. EUR 134 Mio. erzielt werden konnte, endete das I. Halbjahr für das Institut – v.a. bedingt durch nicht realisierte Währungsverluste i.H.v. EUR 217 Mio. infolge der Abwertung des USD gegenüber dem EUR seit Jahresbeginn – mit einem Nettoverlust von EUR -90 Mio. Demgegenüber habe sich das reguläre Ergebnis vor Steuern zufriedenstellend entwickelt und stieg gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum u.a. dank höherer Nettozinserträge sowie geringerer operativer Aufwendungen auf EUR 68 Mio. (H1/2024: EUR 54 Mio.). Der Gesamtbestand des zugesagten Portfolios belief sich zum Stichtag 30. Juni auf insgesamt EUR 13,5 Mrd. und liegt damit auf dem Niveau des Vorjahres. Davon entfielen EUR 5,1 Mrd. (H1/2024: EUR 4,9 Mrd.) auf grüne Kredite und EUR 5,5 Mrd. (H1/2024: EUR 4,5 Mrd.) auf soziale Darlehen mit dem Ziel der Reduzierung von Ungleichheiten („Reduced Inequalities-labelled loans“). Trotz der erheblichen Unsicherheiten in den Zielmärkten konnte die FMO im I. Halbjahr Mittel im Umfang von EUR 830 Mio. (H1/2024: EUR 860 Mio.) für Neuinvestitionen zur Verfügung stellen. Die harte Kernkapitalquote stieg zum Ende des Berichtszeitraums auf 24,0% und lag damit +2,2%-Punkte höher als im Vorjahresvergleichszeitraum. Ursächlich hierfür war ein Rückgang der risikogewichteten Aktiva, welcher einerseits auf die Abwertung des USD und andererseits auf die erstmalige Anwendung der Regelungen von Basel IV zurückzuführen sei.

Auch Mecklenburg-Vorpommern möchte zusätzlichen Verschuldungsspielraum nutzen

Die Landesregierung von Mecklenburg-Vorpommern (Ticker: MECVOR) wird die laufende Legislaturperiode, welche im September 2026 enden wird, voraussichtlich mit einem niedrigeren Schuldenstand als noch zu deren Beginn abschließen. Während der Schuldenstand im Haushaltsabschluss 2021 noch bei rund EUR 12,2 Mrd. lag, werde im Haushaltsentwurf 2026/27 für 2026 mit einen Schuldenstand i.H.v. etwa EUR 11,6 Mrd. gerechnet, was einen Rückgang von EUR 620 Mio. innerhalb der Legislaturperiode bedeuten würde. Möglich mache dies eine Sondertilgung i.H.v. EUR 900 Mio. im Jahr 2024 – finanziert aus nicht benötigten Mitteln aus dem Sondervermögen „MV-Schutzfonds", welcher Ende 2025 aufgelöst wird und ursprünglich zur Bewältigung der COVID-19-Pandemie eingerichtet wurde. Auch wenn es in der Legislaturperiode voraussichtlich gelingen werde, den Schuldenstand zu reduzieren, bleibe die Investitionsquote Mecklenburg-Vorpommerns laut Finanzminister Dr. Heiko Geue eine der höchsten unter den deutschen Ländern. Dafür sollen zukünftig auch die erweiterten Möglichkeiten der Kreditaufnahme der Länder genutzt werden. Demzufolge sei für 2026 eine Nettokreditaufnahme i.H.v. EUR 277,5 Mio. vorgesehen. „Mecklenburg-Vorpommern nutzt wie der Bund und andere Bundesländer die Strukturkomponente von 0,35% des Bruttosozialprodukts zur Kreditfinanzierung von Investitionen. Damit erreichen wir, dass die Investitionen in Breitband, Schulen, Hochschulen und die Investitionsmittel für die Kommunen nicht gekürzt werden müssen […]", so der Finanzminister.

Primärmarkt

Auch wenn es in der von uns betrachteten Handelswoche erneut eher ruhig zuging, sind wir guter Dinge, dass die Emissionsaktivitäten in den nächsten Wochen langsam, aber sicher an Dynamik gewinnen werden. Nichtsdestoweniger waren die Emittenten in unserer SSA-Abgrenzung keineswegs untätig: Unmittelbar nach Redaktionsschluss unserer letzten Ausgabe wagte sich der kanadische Pensionsfonds CPPIB Capital (Ticker: CPPIBC) aus der Deckung und sammelte EUR 1,5 Mrd. (10y) zu ms +60bp (Guidance: ms +62bp area) ein. Dabei füllte sich das Orderbuch zum Ende der Vermarktungsphase auf für die Woche bemerkenswerte EUR 13,8 Mrd. (Bid-to-cover-Ratio: 9,2x). Aus Deutschland haben wir erneut zwei Emissionen auf dem Notizzettel: Während das Land Hessen (Ticker: HESSEN) EUR 1 Mrd. (5y) zu ms +15bp (Guidance: ms +16bp area; Orderbuch: EUR 2,5 Mrd.) platzierte, stillte die NRW.BANK (Ticker: NRWBK) ihren Kapitalbedarf am gestrigen Dienstag mit der Emission einer fünfjährigen Anleihe im Umfang von EUR 1 Mrd. Das finale Pricing erfolgte guidancemäß zu ms +18bp (Orderbuch: EUR 750 Mio.). Zu Beginn dieser Woche waren die Blicke hingegen wieder auf die Europäische Union (Ticker: EU) gerichtet, die im Zuge ihrer zweiten Anleiheauktion in H2/2025 wie inzwischen üblich drei ihrer Anleihen aufstockte (vgl. Fundingplan). Dabei wurde das Volumen der 2027er-Anleihe (Kupon: 2,875%) um rund EUR 2,1 Mrd. erhöht. Der 2035er-Bond (Kupon: 3,375%) wurde um knapp EUR 2 Mrd. sowie das 2038er-Wertpapier (Kupon: 3,375%) um circa EUR 1,5 Mrd. im Volumen vergrößert. Die Bid-to-cover-Ratios lagen bei 1,3x bzw. 1,7x sowie 1,3x beim Tap der letztgenannten Anleihe. Mit Blick auf die kommende Woche hat der ESM einen RfP an die relevante Bankengruppe verschickt. Neumandatierungen: CAF (BMK, 7y, Sustainability), IDA (BMK, 7y, Sustainable Development Bond), KDB (BMK, 3y) sowie BPIFRA (EUR 500 Mio., WNG, 2035, Tap).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
NRWBK	DE	26.08.	DE000NWB9163	5.0y	1.00bn	ms +18bp	AAA / Aa1 / AA	-
HESSEN	DE	21.08.	DE000A1RQE83	5.0y	1.00bn	ms +15bp	- / - / AA+	-
CPPIBC	CA	20.08.	XS3167346934	10.0y	1.50bn	ms +60bp	- / Aaa / AAA	-

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

Covered Bonds
Der Ratingansatz von Standard & Poor's

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne

Standard & Poor's Ratingansatz für Covered Bonds

Dieser Beitrag unserer Wochenpublikation dient der schematischen Vorstellung des Ratingansatzes, den Standard & Poor's (S&P) für die Bewertung von Covered Bonds verwendet. S&P zählt zu den „External Credit Assessment Institutions" (ECAI), welche im Rahmen des „Eurosystem Credit Assessment Framework" (ECAF) aufgeführt werden.

Auswirkungen der Ratingmethodologieanpassung stark begrenzt

S&P hat kürzlich ein Update ihres Covered Bond-Ratingansatzes veröffentlicht, nachdem bereits Anfang des Jahres ein „Request for Comment" an die Marktteilnehmer gerichtet wurde. Die Grundstruktur der Methodologie bleibt dabei weiterhin erhalten, es kommt aber zu einigen relevanten Detailanpassungen, über die wir nachfolgend auszugsweise berichten. So wird der maximale Uplift (drei Notches), der im Rahmen der Jurisdictional Support Analysis ermittelt wird, grundsätzlich vom Foreign Currency Rating (FCR) des Landes, in dem der Emittent ansässig ist, begrenzt. Diese Limitierung auf das FCR kann aber neuerdings um einen Notch überschritten werden, wenn der Emittent aus einem Land stammt, das Mitglied in einer Währungsunion ist. S&P erwartet im Allgemeinen keine höheren Überbesicherungsniveaus als die gesetzlich vorgeschriebenen, wenn ein Covered Bond-Programm ausschließlich auf Grundlage der Unterstützung durch die jeweilige Jurisdiktion bewertet wird. Wird ein „AAA"-Rating auf dieser Grundlage vergeben, erwartet S&P dennoch, dass die Überbesicherung Kreditrisiken auch unter einem „AAA"-Stressszenario abdeckt, sofern spezifische Risikofaktoren im Deckungsstock im Verhältnis zum gesetzlichen Mindestüberbesicherungsniveau identifiziert werden. Darüber hinaus vereinfachen die Ratingexperten das Counterparty Risk Assessment die Asset Spread Levels, die zur Modellierung der Refinanzierungskosten herangezogen werden. Die Anpassung des Ratingansatzes führte laut Aussage von S&P nur bei einem Covered Bond-Programm zu einem Uplift um einen Notch, Downgrades werden hingegen nicht erwartet. Vielmehr soll aber die für das Covered Bond-Rating geforderte Übersicherungsquote für 70 Programme im Durchschnitt um 5% sinken und sich in Zukunft auf einem stabileren Niveau einpendeln.

Prozess in fünf Stufen

Der Ratingprozess von S&P wird in fünf Phasen untergliedert:

i) Analyse emittentenspezifischer Faktoren (z.B. gesetzliche, regulatorische, operationelle und administrative Risiken) → kann Covered Bond-Rating über Emittentenrating (Issuer Credit Rating, ICR) liegen?
ii) Festlegung des RRL (Reference Rating Level) auf Basis der anzuwendenden Abwicklungsmechanismen → Bail-in ja/nein?
iii) Ermittlung des maximal möglichen Ratings auf Basis der Jurisdiktion und des Cover Pools → externe Supportwahrscheinlichkeit (z.B. Staat, Zentralbank)?
iv) Analyse der Qualität des Cover Pools (Erwarteter Verlust, Übersicherung, Liquidität)
v) Kombination der Ergebnisse und Einfluss zusätzlicher Faktoren (z.B. Kontrahenten- und Länderrisiko) → finales Rating

ICR bildet Ratinguntergrenze

Die Bonität des Emittenten ist ein essentieller Faktor in der Analyse, da das jeweilige Institut sowohl die primäre Quelle für Zahlungen an die Covered Bond-Gläubiger darstellt als auch das Management des Cover Pools übernimmt und damit Asset-Liability-Mismatch (ALMM)-Risiken, Kreditqualität und Übersicherung signifikant beeinflussen kann. Das Emittentenrating wird somit als Untergrenze für das Covered Bond-Rating angesehen. Davon ausgehend wird zunächst ermittelt, ob grundsätzlich ein Uplift über dem ICR gewährt werden kann. Hierfür müssen u.a. gesetzliche oder vertragliche Regelungen vorliegen, welche die Separierung der Deckungswerte zum Vorteil der Covered Bond-Gläubiger garantieren.

Abwicklungsmechanismus definiert RRL

Sollte grundsätzlich ein Uplift möglich sein, wird im nächsten Schritt der RRL festgelegt. Hierzu wird geprüft, ob die Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) oder eine vergleichbare Regelung anwendbar ist, die es dem Emittenten erlaubt, weiterhin Zahlungen an die Covered Bond-Gläubiger zu leisten, obwohl Senior Unsecured Papiere ausgefallen sind. In diesem Fall wird der RRL als der höhere Wert von:

i) dem ICR der emittierenden Bank, zuzüglich einem Notch für Covered Bond-Programme, die von S&P als moderat systemrelevant eingeschätzt werden, oder plus zwei Notches für Programme, die als stark oder sehr stark systemrelevant eingeschätzt werden
ii) wo verfügbar, dem Resolution Counterparty Rating (RCR) der emittierenden Bank definiert. In Jurisdiktionen, in denen kein entsprechender Abwicklungsmechanismus vorliegt, entspricht das RRL dem ICR.

Wahrscheinlichkeit externer Unterstützung

Die Wahrscheinlichkeit öffentlicher Unterstützung bestimmt das jurisdiktionsunterstützte Ratingniveau (JRL; Jurisdiction-Supported Rating Level). Dieses spiegelt die Einschätzung von S&P wider, wie wahrscheinlich es ist, dass ein Covered Bond-Programm Unterstützung erhält, bevor auf eine marktorientierte Lösung – etwa die Verwertung der Deckungsaktiva am offenen Markt – zurückgegriffen werden muss. Eine solche Unterstützung kann entweder durch direkte staatliche Intervention – beispielsweise durch eine Zentralbank – oder indirekt durch den Einsatz privater Mechanismen seitens der Regierung beziehungsweise durch Treuhänder, Verwalter oder andere Parteien erfolgen, die zum Schutz von Covered Bonds handeln (auf Grundlage spezifischer Gesetze oder sonstiger Vorgaben). Zur Einschätzung werden (i) die Stärke der Covered Bond-Gesetzgebung, (ii) die systemische Bedeutung der Covered Bonds in ihrem Markt und (iii) die Kreditfähigkeit des Staates bewertet. Die Einschätzung kann vier verschiedene Ausprägungen von „Weak“ bis „Very Strong“ einnehmen, wobei der Gesamtwert auf der schwächsten Einzeleinschätzung der drei Kriterien basiert. Anschließend kann ein Uplift von 0 bis 3 Notches über dem RRL gewährt werden, wodurch das JRL definiert wird.

Cover Pool-Faktoren

Auf Basis des JRL wird folgend ein weiteres Notching vorgenommen, welches die Übersicherung im Cover Pool berücksichtigt und untersucht, inwieweit diese Kreditrisiken und Refinanzierungskosten abdeckt. Hierzu wird nicht nur die Höhe zusätzlicher Übersicherung betrachtet, sondern auch die Liquiditätsbedingungen. Für Assets mit einem aktiven Sekundärmarkt kann ein Uplift von bis zu vier Notches erfolgen, Programme mit weniger liquiden Assets erhalten maximal zwei Notches. Wenn kein ausreichend aktiver Sekundärmarkt für die Vermögenswerte des Deckungspools existiert, der es dem Programm für gedeckte Schuldverschreibungen ermöglicht, Mittel gegen seine Vermögenswerte aufzunehmen, erhalten Programme mit weniger liquiden Vermögenswerten eine maximale Anhebung um höchstens zwei Stufen.

Abzüge für Liquiditätsrisiken und freiwillige Übersicherung

Die Form der Zusicherung der Übersicherung spielt eine wichtige Rolle. So erfolgt für rein freiwillig gehaltene Übersicherung grundsätzlich ein Abzug von einem Notch. Eine öffentliche Zusicherung führt ebenso zu einen Abzug von einem Notch, falls der Support in der Jurisdiktion lediglich als „Weak“ eingeschätzt wird – nicht jedoch, wenn das gesetzlich verankerte Programm durch einen robusten Rechtsrahmen gestützt ist, der Mindestniveaus der Überbesicherung sowie Zulassungskriterien festlegt, die ausschließlich hochwertige Aktiva im Deckungsstock erlauben. Bei gesetzlichen und vertraglichen Zusicherungen gibt es generell keinen Abzug. Ein weiterer Abzug von einer Stufe kann vorgenommen werden, wenn es keine zugesagte Liquiditätsdeckung von mindestens sechs Monaten gibt.

Berücksichtigung weiterer Faktoren

In einem letzten Schritt werden die vorherigen Ergebnisse kombiniert und weitere Einflussfaktoren berücksichtigt, um schließlich das finale Covered Bond-Rating zu bestimmen. Hierbei sind insbesondere Kontrahentenrisiken (vereinfacht und Bestandteil der Covered Bond-Kriterien) und Länderrisiken zu nennen. Bezüglich des Länderrisikos gibt es dabei (für Programme mit Assets aus nur einer Jurisdiktion) im Gegensatz zu anderen Agenturen kein generelles Country Ceiling, sondern es findet ein Notching über dem Foreign Currency Rating des jeweiligen Staates statt, das von der Sensitivität der Cover Assets zum Sovereign Default abhängt. Wird dieses Risiko als „High“ angesehen, ist ein maximaler Uplift von zwei Notches möglich. Liegt die Einschätzung bei „Moderate“ beträgt der maximale Uplift grundsätzlich vier Notches, kann jedoch auf bis zu sechs Notches erhöht werden, wenn zusätzliche Kriterien erfüllt werden (bspw. darf kein Refinanzierungsrisiko bestehen). Covered Bonds, die ein aus Sovereign Default-Risiken resultierendes Refinanzierungsrisiko aufweisen, das nicht voll mitigiert wird, unterliegen einer besonderen Beschränkung. Hier kann ein maximaler Uplift von fünf Notches gewährt werden, wobei zusätzlich zwischen Emittenten in und außerhalb der Währungsunion differenziert wird.

Gesamtuplift von bis zu neun Notches möglich

Insgesamt ergibt sich somit in der S&P-Methodik ein maximal möglicher Uplift über dem RRL-Ausgangspunkt von neun Notches. Zur Erreichung müssen mindestens folgende vier Kriterien erfüllt sein:

i) der systemische Support wird mit „Very Strong“ bewertet
ii) die Übersicherung deckt die Kreditrisiken im AAA-Szenario sowie sämtliche Refinanzierungsrisiken komplett ab
iii) 180 Tage Liquiditätsbedarf muss gedeckt werden (kann z.B. auch durch Laufzeitverlängerungen erfolgen)
iv) die Übersicherung wird vertraglich oder gesetzlich vorgeschrieben bzw. wird öffentlich zugesichert

Darüber hinaus darf das Rating nicht durch sonstige Faktoren wie Länder- oder Kontrahentenrisiken beschränkt werden.

Notching über dem Ausgangspunkt

	Factor	No. of notches
	Reference rating level	0 – 2
+	Jurisdictional support	0 – 3
+	Credit enhancement	1 – 4
-	Type of commitment	0 – 1
-	Liquidity scheme	0 – 1
=	Maximum CB rating	

Quelle: S&P, NORD/LB Floor Research

De-Linking nur ohne ALMM-Risiko

Im Gegensatz zur beschriebenen Vorgehensweise kann ein Covered Bond-Rating komplett vom RRL abgekoppelt werden, sodass es ohne einen maximalen Ratinguplift ermittelt werden kann. Hierzu muss das Covered Bond-Programm jedoch strukturell vor einem ALMM bewahrt werden und die Übersicherung muss gesetzlich oder vertraglich zugesichert sein.

Ganzheitliche Anpassung & Ausblicke

S&P kann zur Ermittlung des Endratings eines Covered Bonds eine Anpassung um eine Stufe nach oben oder unten vornehmen, um eine ganzheitlichere Sicht auf dessen Kreditwürdigkeit abzubilden. Die Möglichkeit einer solchen Anpassung wird anhand einer Analyse der Kreditqualität des jeweiligen Covered Bond-Programms im Vergleich zu Peers bewertet. Zudem vergibt S&P für alle Covered Bond-Ratings Ausblicke, die an das Emittentenrating (ICR) gekoppelt sind. Diese Ausblicke können stabil, positiv, negativ oder in Entwicklung sein. Sie spiegeln die Einschätzung von S&P hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit und Richtung einer möglichen Ratingänderung im mittleren Zeithorizont wider.

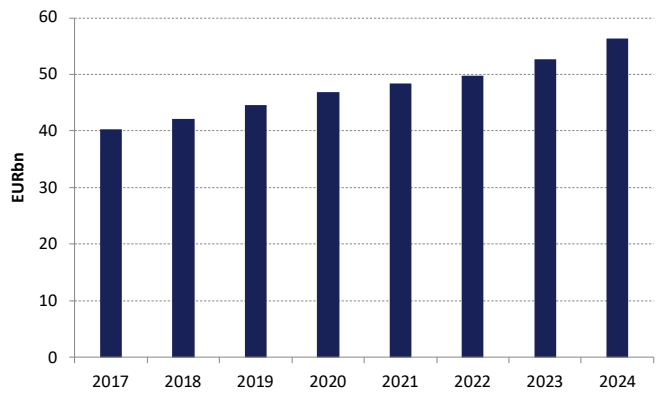
SSA/Public Issuers
Pensionslawine und Kommunalschulden – Länder unter Druck

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

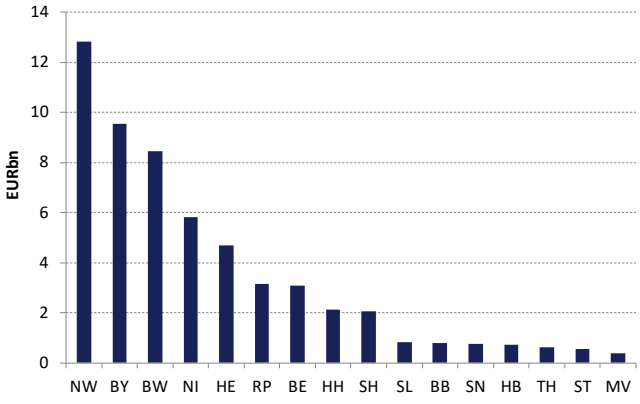
Pensionsverpflichtungen als zunehmende Herausforderung für die Länderfinanzen

Im Rahmen unseres *Issuer Guide – Deutsche Länder 2025*, der in Kürze erscheinen wird, betrachten wir jährlich die finanzielle Ausgangslage der 16 Bundesländer. In diesem Kontext haben sich v.a. zwei zentrale Themenkomplexe herauskristallisiert, welche die Haushaltssituation der deutschen Sub-Sovereigns prägen und in Zukunft weiter beeinflussen werden. Im Gegensatz zum umlagefinanzierten Rentensystem, welches bei Angestellten zur Anwendung kommt, sind die Versorgungsausgaben, die für Beamte, Richter und Soldaten geleistet werden, Teil der Personalkosten und werden aus dem laufenden Haushalt gezahlt. Die Situation ist dabei auf allen Ebenen mehr als angespannt: Gemäß dem (vorläufigen) Achten Versorgungsbericht der Bundesregierung werden sich die Versorgungsausgaben für den unmittelbaren Bundesbereich von EUR 6,8 Mrd. in 2023 auf voraussichtlich EUR 25,4 Mrd. im Jahr 2060 erhöhen, was erhebliche Belastungen für den Bundeshaushalt bedeutet. Wesentliche Gründe für diese Entwicklung sind eine steigende Lebenserwartung, die wachsende Anzahl an Pensionären sowie stetig höhere Durchschnittspensionen. Die langfristige Tragfähigkeit der Versorgungsausgaben muss nach unserem Dafürhalten daher deutlich in Frage gestellt werden. Um diesem Umstand entgegenzuwirken, begannen Bund und Länder seit 1999 gem. §14a Abs. 1 Bundesbesoldungsgesetz (BBesG) Versorgungsrücklagen zu bilden, welche ab 2017 aufgrund der höchsten erwarteten Belastung (sog. „Pensionslawine“) in den folgenden 15 Jahren wieder aufgelöst werden sollen (§7 Versorgungsrücklagegesetz [VersRücklG]). Unterschiede bestehen dabei sowohl in der Anlagenart als auch in der Rücklagenpolitik. So setzten einige Länder bereits seit 2003 die Zahlungen für eine Versorgungsrücklage aus, andere wiederum nutzen ihre Pensionsfonds gleichzeitig als Kreditgeber für den Haushalt. Während dies aus unserer Sicht ein Beispiel für fehlende bzw. bedingt nachhaltige Vorsorge darstellt, setzen demgegenüber andere Länder auf die zusätzliche Bildung von Rücklagen durch landeseigene Versorgungs- oder Pensionsfonds, die über die gesetzlich vorgeschriebene Rücklagenbildung hinausgehen.

Entwicklung der Versorgungs- und Beihilfeausgaben



Versorgungs- und Beihilfeausgaben in 2024



Quelle: Bundesfinanzministerium, NORD/LB Floor Research

Versorgungs- und Beihilfeausgaben sind in vielen Ländern bedeutende Ausgabeposten
Im Vergleich zu 2015 sind die Versorgungs- und Beihilfeausgaben der Ländergesamtheit bis 2024 um +54,7% gewachsen, wobei allein im vergangenen Haushaltsjahr ein Anstieg um +6,9% Y/Y (Vorjahr: +5,9% Y/Y) registriert werden konnte. Insgesamt wurden im Gesamtjahr 2024 EUR 56,4 Mrd. von allen Ländern für diese Position aufgewendet (2023: EUR 52,7 Mrd.). Dies entsprach knapp 10,7% der Gesamtausgaben. Die Pensionszahlungen vereinnahmten damit fast einen identischen Anteil der Länderhaushalte wie Investitionen (10,9%). In Zukunft dürften die Belastungen zudem weiter steigen: Nun mehr wird nach und nach der Großteil der geburtenstarken Jahrgänge von 1955 bis 1969 zu Versorgungsberechtigten.

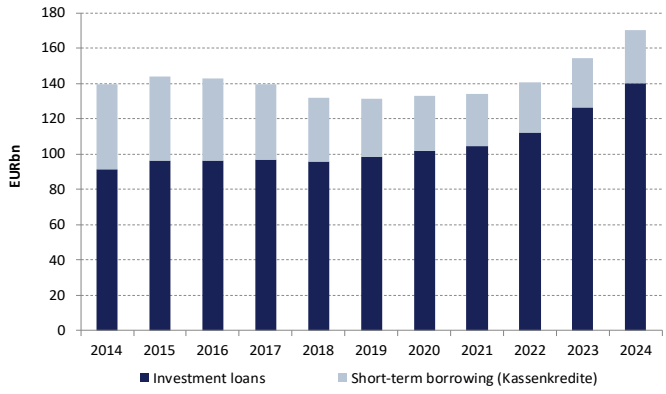
Geringe(re) Versorgungsausgaben in Ostdeutschland
Der Anteil der Versorgungsausgaben an den Gesamtausgaben war im vergangenen Jahr im Saarland mit 14,1% am höchsten, aber auch Rheinland-Pfalz, Niedersachsen und Baden-Württemberg weisen in dieser Hinsicht Werte von mindestens 13% auf. Zudem fällt auf, dass die Pensionsverpflichtungen in den ostdeutschen Bundesländern im Zeitverlauf einen kontinuierlich gestiegenen Anteil an den gesamten Ausgaben der Sub-Sovereigns ausmachten. Waren es bspw. im Jahr 2010 noch 1,3%, so stieg der Anteil mittlerweile bis auf 3,9% im Jahr 2024 (2023: 3,5%). Nichtsdestoweniger bewegt sich dieses Verhältnis nach wie vor deutlich unter den Aufwendungen, welche die westdeutschen Länder zu leisten haben. In den westlichen Flächenländern schwankt der Anteil der Pensionszahlungen an den Gesamtausgaben in der Vergangenheit stets zwischen 12-13%, wobei der Anteil über die vergangenen beiden Jahre hinweg jeweils gestiegen ist. Bei Betrachtung der Versorgungsausgaben im Verhältnis zur Einwohnerzahl verbuchten traditionell die Stadtstaaten Hamburg und Bremen die höchsten Aufwendungen. Mit EUR 1.139 je Einwohner waren diese z.B. in Hamburg knapp sechsmal so hoch wie in Sachsen (EUR 190). Begründen lassen sich die verhältnismäßig hohen Ausgaben durch die Funktion und Struktur als Stadtstaaten, welches sich sowohl in überdurchschnittlich hohen Personalausgaben als auch einer erhöhten angenommenen Einwohnerzahl in der Berechnung des jetzigen Länderfinanzausgleichs widerspiegelt.

Zwischenfazit
Die Pensionsverbindlichkeiten der Länder stellen bereits seit Jahren bedeutende Ausgabepositionen dar. Speziell in den westdeutschen Ländern bedingen sie eine deutlich geringere Haushaltsflexibilität. Zukünftig dürften die Belastungen dabei weiter steigen. Aus unserer Sicht sind ostdeutsche Länder hier klar im Vorteil, da die sich daraus ergebenden Herausforderungen geringer ausfallen, wenngleich dieser Vorteil im weiteren Zeitverlauf leicht abnehmen und eine weitere Annäherung der anteiligen Pensionszahlungen am Haushalt an das westdeutsche Niveau zu erwarten sein dürfte. In den kommenden Jahren rechnen wir mit einem weiteren Anstieg der Zahlungen, sodass nach unserem Dafürhalten die Einnahmen weiter gesteigert oder Ausgaben gekürzt werden müssen, um zumindest keine Verschlechterung der Finanzierungssalden vorzuweisen. Insbesondere in Verbindung mit den ebenfalls gestiegenen Zinsausgaben dürften die Länderhaushalte damit weiter strapaziert bleiben.

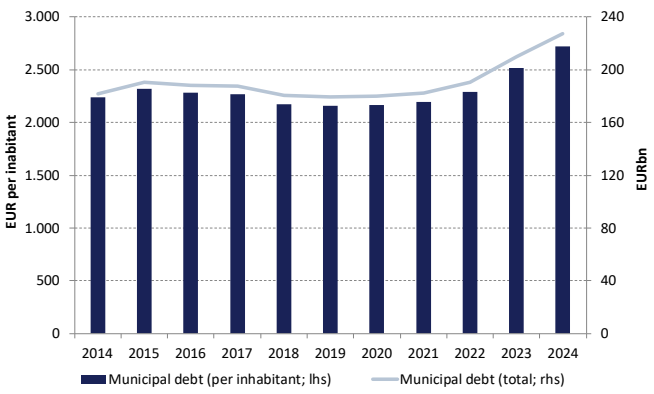
Aktuellster Datenkranz: Kommunen verzeichnen im Jahr 2024 Rekorddefizit

Neben den Pensions- bzw. Versorgungsausgaben, stellt die kommunale Schuldensituation eine weitere große Herausforderung für die Länderhaushalte dar. Nach Finanzierungsüberschüssen zwischen 2011 und 2022 wiesen die deutschen Gemeinden und Gemeindeverbände im Jahr 2023 erstmals wieder ein Finanzierungsdefizit i.H.v. EUR -6,6 Mrd. (Kern- und Extrahaushalte) aus. Nach offiziellen Angaben des Statistischen Bundesamts lag das Defizit im vergangenen Jahr nunmehr bei EUR -24,8 Mrd. Dies stellte das höchste kommunale Finanzierungsdefizit seit der deutschen Vereinigung im Jahr 1990 dar. Die bereinigten Ausgaben der Kernhaushalte der Gemeinden stiegen 2024 gegenüber dem Vorjahr erneut stark um +8,8% auf EUR 362,7 Mrd. Treiber der Ausgabenseite waren vor allem die Sozialausgaben, welche um +11,7% Y/Y auf EUR 84,5 Mrd. stiegen. Grund für den Anstieg waren die erhöhten Regelsätze für das Bürgergeld sowie für die Sozialhilfe. Weiterhin belasteten die Kernhaushalte die um +8,9% Y/Y auf EUR 88,1 Mrd. gestiegenen Personalausgaben, was vor allem aus Tarifvereinbarungen und Personalzuwachs resultierte. Zudem stiegen laufende Sachaufwendungen um +7,7% Y/Y sowie Sachinvestitionen um +6,4% Y/Y. Der erneute Anstieg der Zinsausgaben um +32,1% Y/Y (2023: +37,4% Y/Y) ist mit höheren Zinssätzen zu erklären, auch wenn die EZB seit Juni 2024 die Leitzinsen deutlich reduziert hat. Die bereinigten Einnahmen der kommunalen Haushalte waren im Jahr 2024 mit EUR 376,1 Mrd. zwar um +7,6% höher als im Vorjahr, konnten damit aber den Anstieg der Ausgaben nicht kompensieren. Die Steuereinnahmen waren 2024 mit EUR 132,1 Mrd. lediglich um +1,5% höher als im Jahr 2023. Einnahmen aus der Gewerbesteuer stiegen indes um +0,3% Y/Y. Im Hinblick auf den kommunalen Schuldenberg war 2024 der fünfte Anstieg in Folge zu verzeichnen: Die Summe der Verbindlichkeiten stieg um +8,4% auf EUR 227,7 Mrd., was 60,5% der bereinigten Einnahmen entsprach. Dieser Wert lag damit deutlich unter der durchschnittlichen Verschuldung der Länder, welche sich auf 110,0% der bereinigten Einnahmen beläuft. Den stärksten prozentualen Schuldenanstieg gegenüber 2023 wiesen die Gemeinden und Gemeindeverbände in Niedersachsen und Mecklenburg-Vorpommern um jeweils +14,2% auf, gefolgt von Nordrhein-Westfalen (+12,3%) und Bayern (+12,2%). Die höchsten prozentualen Rückgänge wurden für Rheinland-Pfalz (-22,2%) sowie Thüringen (-2,8%) ermittelt.

Verschuldung beim nicht-öffentlichen Bereich



Kommunale Gesamtverschuldung



Quelle: Statistisches Bundesamt, NORD/LB Floor Research

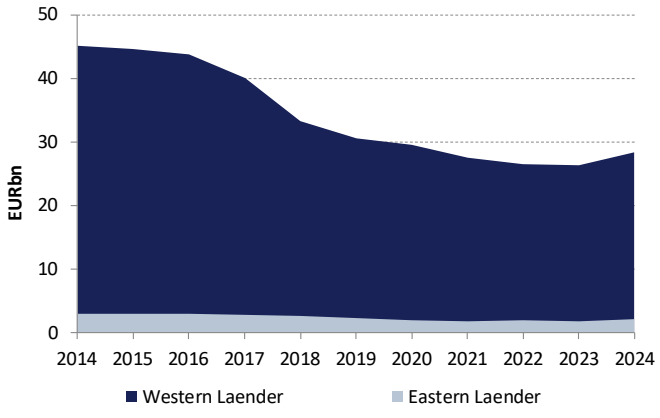
Deutlicher Anstieg im Investitionskreditvolumen der Länder

Einen großen Teil der kommunalen Verschuldung machen traditionell Investitionskredite aus. Ihnen stehen direkte Vermögenswerte gegenüber, wobei im Idealfall der Zinsaufwand durch die Rendite der Investition gedeckt wird. Im Jahr 2024 sind Investitionskredite zuletzt um +10,8% Y/Y auf EUR 140,2 Mrd. gestiegen (2023: EUR 126,5 Mrd.). Der Anteil von Investitionskrediten an der Gesamtverschuldung der Kommunen präsentierte sich dabei über die Ländergrenzen hinweg heterogen. Den größten Anteil von Investitionskrediten an der Gesamtverschuldung wiesen dabei Kommunen in Schleswig-Holstein mit 77,8% auf, während Baden-Württemberg mit 47,4% den niedrigsten Anteil registrierte. Nach unserem Dafürhalten ist positiv hervorzuheben, dass der Anteil der Investitionskredite an der Gesamtverschuldung in neun von 13 Flächenländern gestiegen ist. Den deutlichsten Zuwachs verzeichnete Rheinland-Pfalz, wo der Anteil um +20,9%-Punkte zunahm. Der Länderdurchschnitt lag indes bei 61,6%.

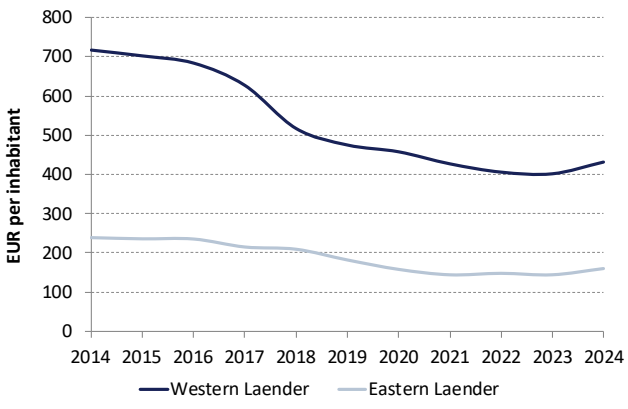
Erstmals seit 2014 wieder Wachstum der Kassenkreditverschuldung

Ursprünglich waren Kassenkredite zur Deckung kurzfristiger Zahlungsengpässe vorgesehen, die durch zeitversetzte Einnahmen und Ausgaben entstehen können. Fallen etwa höhere Personalkosten zu Beginn eines Kalenderjahres an, während laufende Steuereinnahmen noch nicht eingegangen sind, ließe sich diese zeitliche Lücke mittels Kassenkrediten überbrücken. Seit der Jahrtausendwende hatte sich das bundesweite Volumen von Kassenkrediten jedoch zwischenzeitlich versiebenfacht. Auf dem Höhepunkte Ende 2014 entfielen so rund 26% bzw. rund EUR 48 Mrd. der kommunalen Gesamtverschuldung auf Kassenkredite und waren folglich nicht mehr (nur) zur Überbrückung bestimmt – 1995 waren es einst nur 3,1%. Einem hohen Bestand an Kassenkreditverbindlichkeiten inhärent ist indes ein erhöhtes Zinsänderungsrisiko. Infolgedessen bewerten wir eine hohe Kassenkreditverschuldung entsprechend negativ. Im vergangenen Jahr belief sich der Umfang an Kassenkrediten der Gemeinden und Gemeindeverbände auf EUR 30,3 Mrd., was einem Anteil von 13,3% an der Gesamtverschuldung entsprach. Vorangegangen waren neun aufeinanderfolgende Jahre, in denen der Bestand an Kassenkrediten abgebaut werden konnte. Auffällig in der geographischen Betrachtung ist zudem, dass westdeutsche Länder wesentlich höhere Kassenkreditschulden aufweisen als ihre ostdeutschen Pendants. Dies lässt sich vor allem auf Nordrhein-Westfalen zurückführen, denn allein das bevölkerungsreichste deutsche Land wies 2024 Kassenkredite im Umfang von EUR 20,8 Mrd. auf.

Kassenverstärkungskredite der Kommunen (absolut)



Kassenverstärkungskredite der Kommunen



Quelle: Statistisches Bundesamt, NORD/LB Floor Research

2024: Anstieg an Kassenkreditvolumina in neun von 13 Flächenländern

Die Belastung der Gemeinden und Gemeindeverbände durch Kassenkredite fällt je nach Bundesland sehr heterogen aus: Der Anteil der Kassenkredite an der kommunalen Gesamtverschuldung reicht von 1,3% in Hessen bis zu 30,9% in Sachsen-Anhalt. In neun Ländern notierte dieser Anteil im vergangenen Jahr bei unter 10%. Gegenüber dem Vorjahr gelang es lediglich vier Sub-Sovereigns, ihren Bestand an Kassenkrediten zu reduzieren: Demnach konnten Brandenburg, Rheinland-Pfalz, Saarland und Sachsen eine Verringerung erreichen. Im Jahr 2023 bestand diese Gruppe noch aus neun Flächenländern. Der Anstieg der Kassenkredite in den einzelnen Sub-Sovereigns war zudem unterschiedlich stark ausgeprägt. Den stärksten prozentualen Anstieg der Kassenkreditverschuldung gegenüber 2023 wiesen dabei die Gemeinden und Gemeindeverbände in Hessen mit +232,2% auf, gefolgt von Schleswig-Holstein (+212,2%) und Bayern (+84,5%). Auch wenn diese Werte äußerst hoch sind, ist anzumerken, dass das absolute Niveau der Kassenkreditverbindlichkeiten in diesen Ländern je unter EUR 1 Mrd. lag. Die höchsten prozentualen Rückgänge wurden für Kommunen in Rheinland-Pfalz (-50,6%) sowie im Saarland (-17,0%) ermittelt. Insgesamt betrug der Anteil der Kassenkredite an der kommunalen Gesamtverschuldung im vergangenen Jahr 13,3%. Während das absolute Niveau gestiegen ist, ging damit zumindest der relative Beitrag zu den aggregierten Verbindlichkeiten erneut zurück (2023: 13,4%; 2022: 14,9%)

Zunehmende Herausforderungen, wachsende Verschuldung?

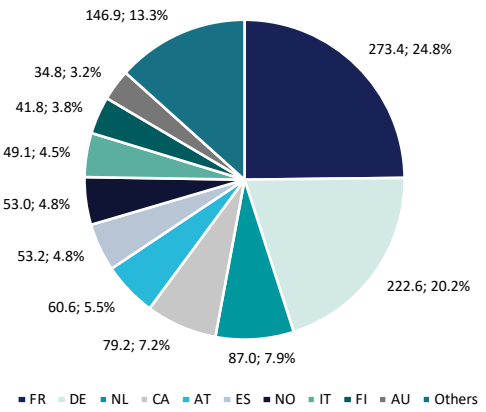
Die Kommunalhaushalte sehen sich am aktuellen Rand mit einer Vielzahl von Herausforderungen konfrontiert: Da sich die Zinssätze in den vergangenen beiden Kalenderjahren auf einem hohen Niveau befanden, sind auch die Kreditfinanzierungskosten im Zeitverlauf angestiegen und führten zu Haushaltsbelastungen. Auch wenn die EZB ab Juni 2024 damit begann, ihre Leitzinssätze sukzessive zu verringern, blieben die Zinsausgaben anhaltend hoch. Der Zinsgipfel liegt damit bereits in weiter Ferne, allerdings müssen Kommunen den Kreditkosten in der Finanzplanung weiterhin erhöhte Aufmerksamkeit zukommen lassen. Darüber hinaus waren bereits in der Vergangenheit Auswirkungen regulatorischer Änderungen auf die Kommunalfinanzierung spürbar. Vor dem Hintergrund der Einführung der Leverage Ratio durch Basel III wurde die Kommunalfinanzierung für privat organisierte Kreditinstitute zunehmend unattraktiv. Die Kennzahl schreibt ein Mindestverhältnis des regulatorischen Eigenkapitals zum Exposure einer Bank vor, wobei das Risiko des Exposures unerheblich ist. Margenschwache Segmente wie die Kommunalfinanzierung erfuhren bereits ein sinkendes Kreditangebot durch privat organisierte Banken. Auch die Bankenkrise führte bereits zu einer Verschiebung innerhalb des Marktes für die Kommunalfinanzierung. Speziell regionale Förderbanken haben hier seit Jahren ein deutliches Wachstum erfahren: In Nordrhein-Westfalen wies das Kommunalkreditgeschäft der NRW.BANK in den vergangenen Jahren ein starkes Wachstum auf. Nach dem Höchststand von EUR 7,6 Mrd. in 2020 (EUR 3,7 Mrd. für Kommunalfinanzierung), erreichte die NRW.BANK im Geschäftsfeld Kommunen/Infrastruktur 2021 ein Neuzusagevolumen von EUR 4,4 Mrd. (-42%). Grund hierfür war die gesunkene Nachfrage nach Corona-Hilfen. Im Jahr 2024 sank das Neuzusagevolumen um rund -12% auf EUR 4,3 Mrd. Hintergrund für die verhaltene Inanspruchnahme war der hohe EU-Referenzzins. Dieser führte dazu, dass beihilfefreie Konditionen, beispielsweise im Förderprogramm NRW.BANK.Infrastruktur, unattraktiver waren als die Konditionen der am Markt erhältlichen Finanzierungen. Die Förderprogramme zur Bildungsinfrastruktur in Nordrhein-Westfalen haben sich 2024 positiv entwickelt: Das Fördervolumen stieg um +21,3% auf rund EUR 487,3 Mio. (2023: EUR 401,8 Mio.). Im Bereich des öffentlichen Personennahverkehrs wurden EUR 489,4 Mio. vergeben, mehr als doppelt so viel wie im Vorjahr (2023: EUR 171,3 Mio.).

Fazit und Ausblick

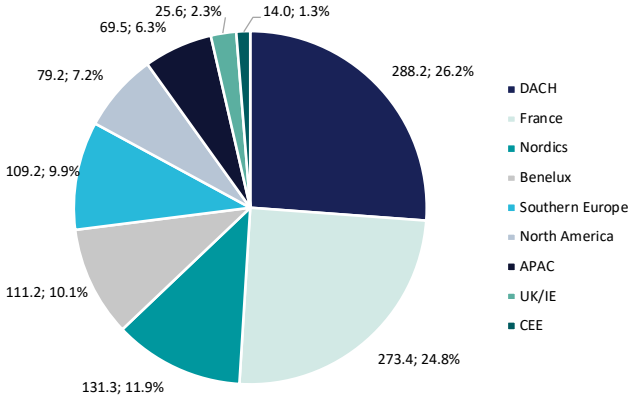
Nach unserem Dafürhalten stellen sowohl die perspektivische Zunahme der Pensionsverpflichtungen als auch die Entwicklung der Kommunalfinanzen zwei der bedeutendsten Herausforderungen für die Länderfinanzen dar. Aufgrund des anhaltenden demographischen Wandels in Deutschland ist davon auszugehen, dass die Versorgungsausgaben weiterhin wesentliche Posten in den Budgets der Länder bleiben werden. Hier ist eindeutig die Politik in der Pflicht – das Thema wird seit Jahrzehnten sehenden Auges gemieden. Insbesondere in den westdeutschen Ländern dürfte dies die Haushaltsflexibilität spürbar beeinflussen. Ostdeutsche Länder haben aufgrund ihrer Bevölkerungsstruktur in diesem Kontext einen Vorteil, wenngleich wir damit rechnen, dass sich die anteiligen Pensionszahlungen am Gesamthaushalt in Zukunft weiter an das westdeutsche Niveau annähern dürften. Die Linderung der Symptome durch die Finanzierung über Steuereinnahmen erachten wir als keine nachhaltige Lösung des Problems. An dieser Stelle sind strukturelle Reformen notwendig, um die Belastung der „Pensionslawine“ für die öffentlichen Haushalte und damit letztlich für den Steuerzahler zu verringern. Andere Staaten wie bspw. Kanada könnten in diesem Kontext als Vorbild agieren. Die finanziellen Belastungen für die Länder werden zudem durch die kommunale Haushaltslage weiter verschärft. Im vergangenen Jahr registrierten die Gemeinden und Gemeindeverbände in Deutschland ein Rekorddefizit i.H.v. EUR -24,8 Mrd. Dies stellte das höchste kommunale Finanzierungsdefizit seit der Wiedervereinigung dar. Erstmals seit 2014 wurde dabei wieder ein Wachstum der Kassenkreditverschuldung verzeichnet. Der Umfang an Kassenkrediten belief sich auf EUR 30,3 Mrd., was einem Anteil von 13,3% an der Gesamtverschuldung entsprach. Mehrere Länder haben bereits Rettungsschirme implementiert, um die Kommunen zu entlasten. Diese Programme sind nach unserer Einschätzung ein durchaus lobenswerter Feuerlöscher, allerdings zu kurzlebig ausgestaltet, um strukturelle Defizite zu beseitigen. Kommunen werden so auf absehbare Zeit wenig Spielraum für neue Aufgaben haben, obwohl diese dringend die Transformation vor Ort angehen müssten. Viele wichtige Zukunftsfragen bleiben so nach wie vor ungeklärt – es ist zu erwarten, dass die kommunale Verschuldung auf absehbare Zeit weiter ansteigt und die ein oder andere Gemeinde finanziell in Schieflage geraten wird. Eine merklich erschwerte Haushaltslage der Kommunen wirkt sich mittelbar auf die gebeutelte Haushaltslage des jeweiligen Landes aus. Weitere Informationen und Details zu den zentralen Herausforderungen für die Länderfinanzen entnehmen Sie bitte unserem in naher Zukunft erscheinenden *Issuer Guide – Deutsche Länder 2025*!

Charts & Figures
Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



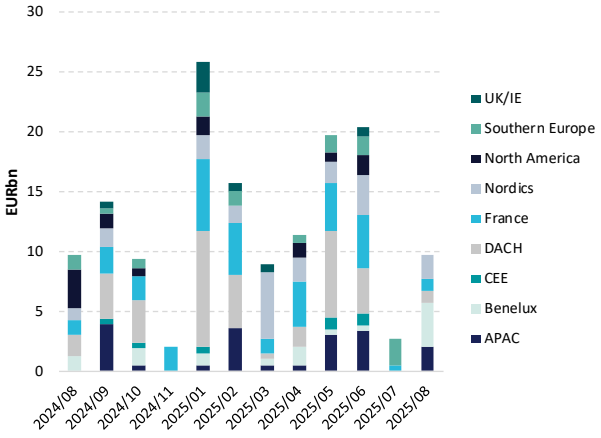
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



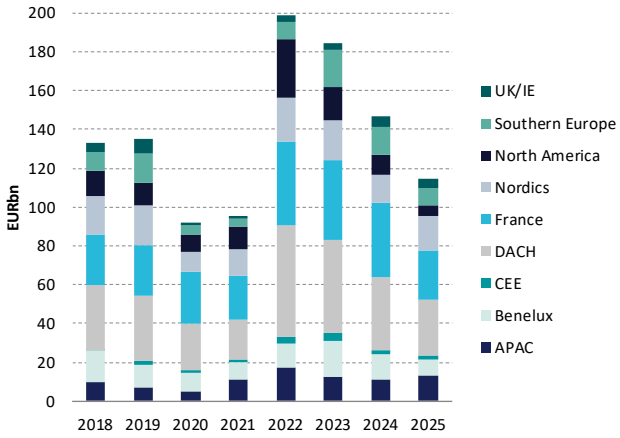
Top 10-Jurisdiktionen

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	273.4	265	35	0.97	9.1	4.5	1.69
2	DE	222.6	311	48	0.66	7.7	3.6	1.71
3	NL	87.0	87	4	0.94	10.2	5.3	1.51
4	CA	79.2	59	1	1.32	5.5	2.3	1.60
5	AT	60.6	100	5	0.60	8.0	3.7	1.65
6	ES	53.2	46	5	1.05	10.1	3.3	2.24
7	NO	53.0	64	11	0.83	7.0	3.3	1.39
8	IT	49.1	64	6	0.74	8.2	3.7	2.13
9	FI	41.8	48	5	0.86	6.6	2.9	1.87
10	AU	34.8	34	0	1.02	7.1	3.4	1.95

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

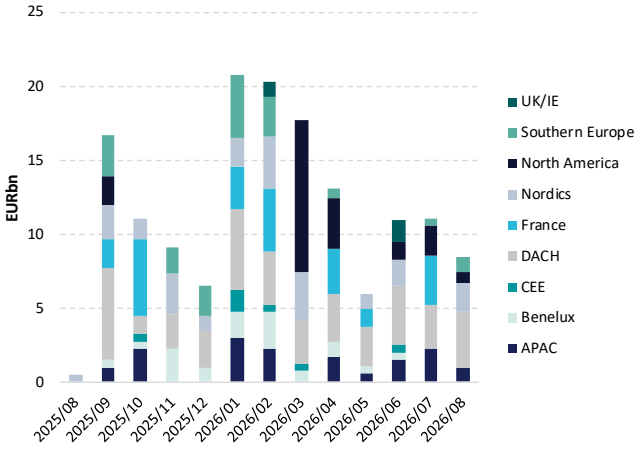


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

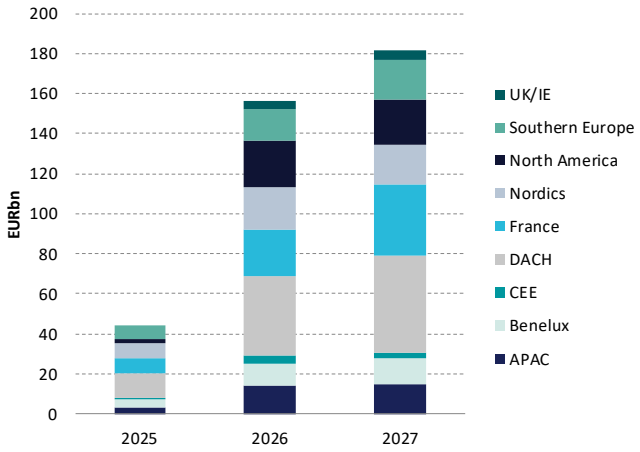


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

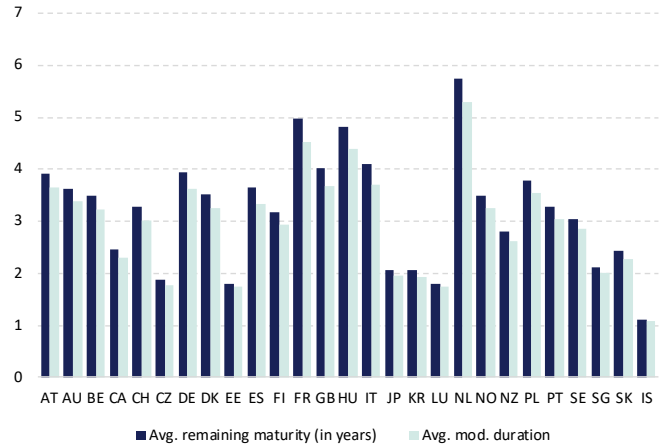
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



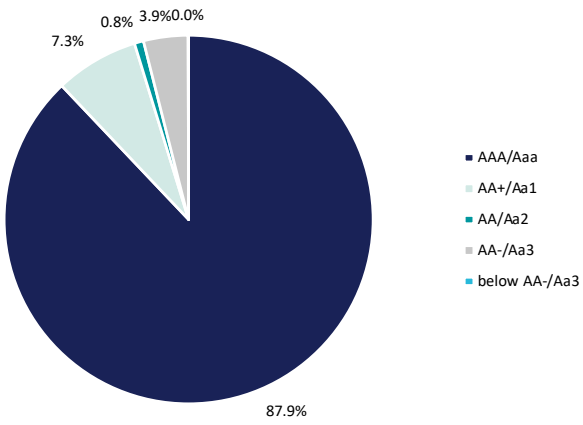
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



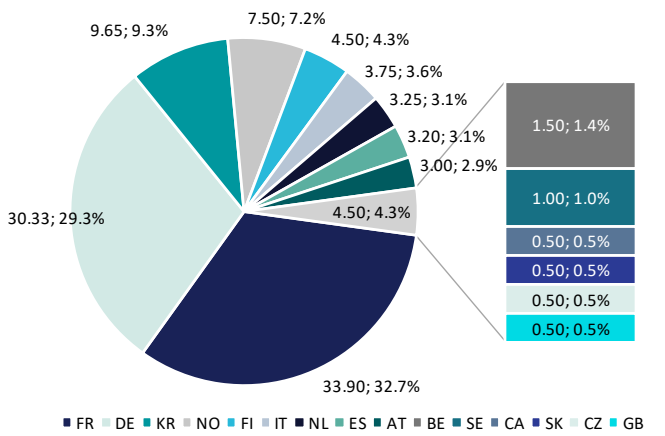
Modified Duration und Restlauzeit nach Land



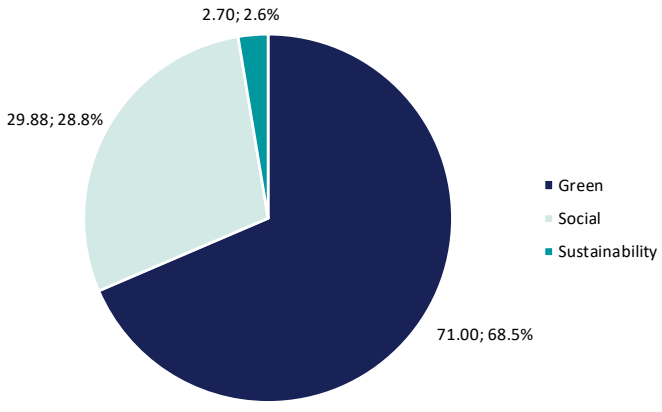
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

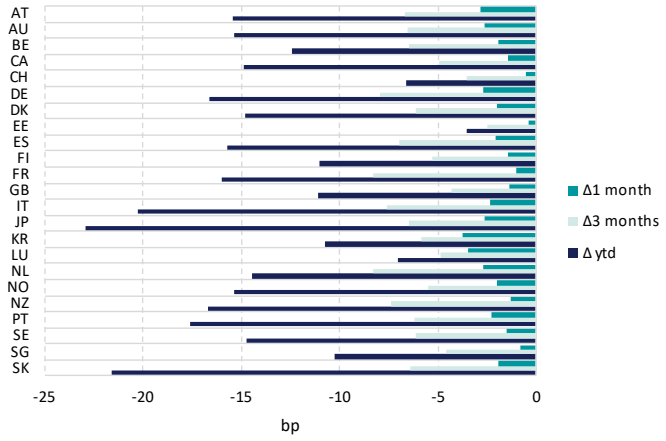


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

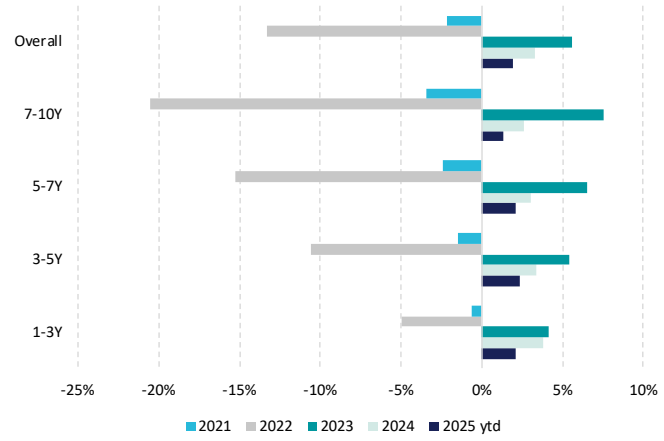


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

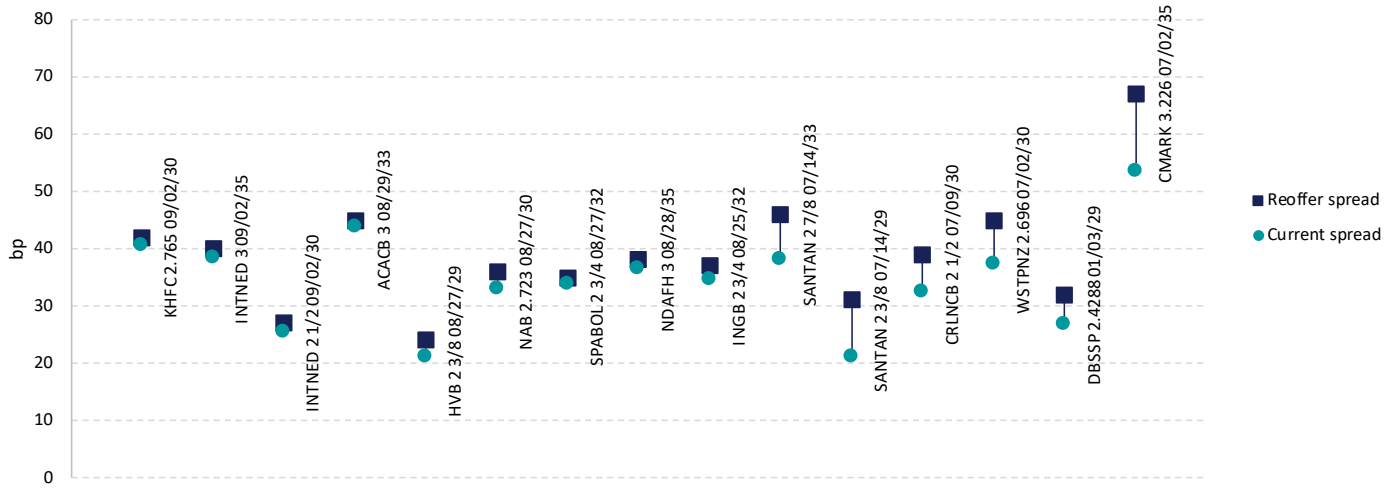
Spreadveränderung nach Land



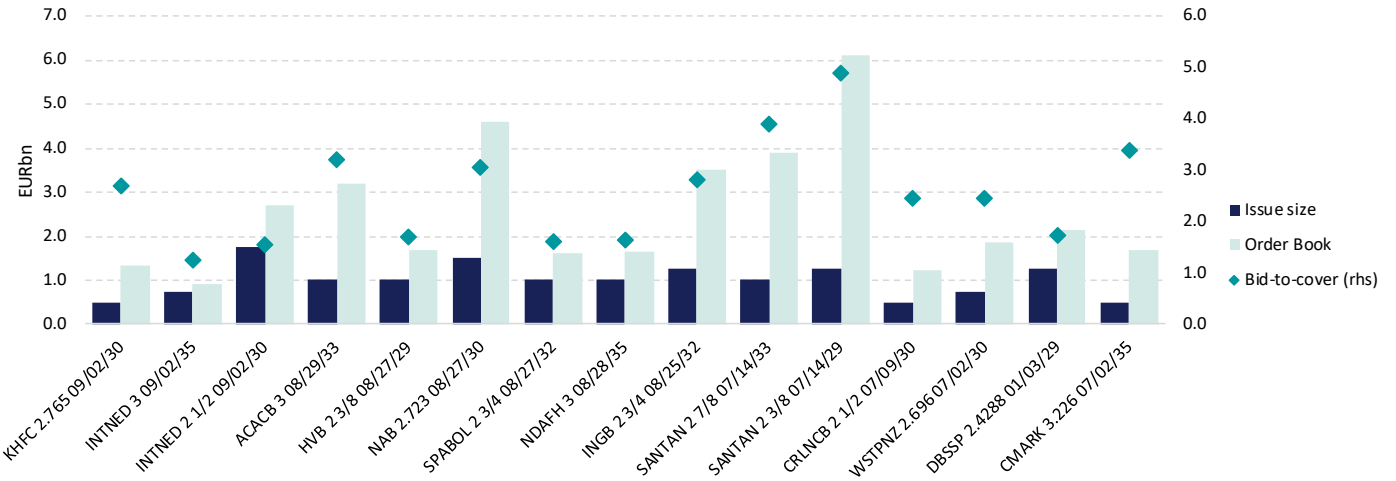
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



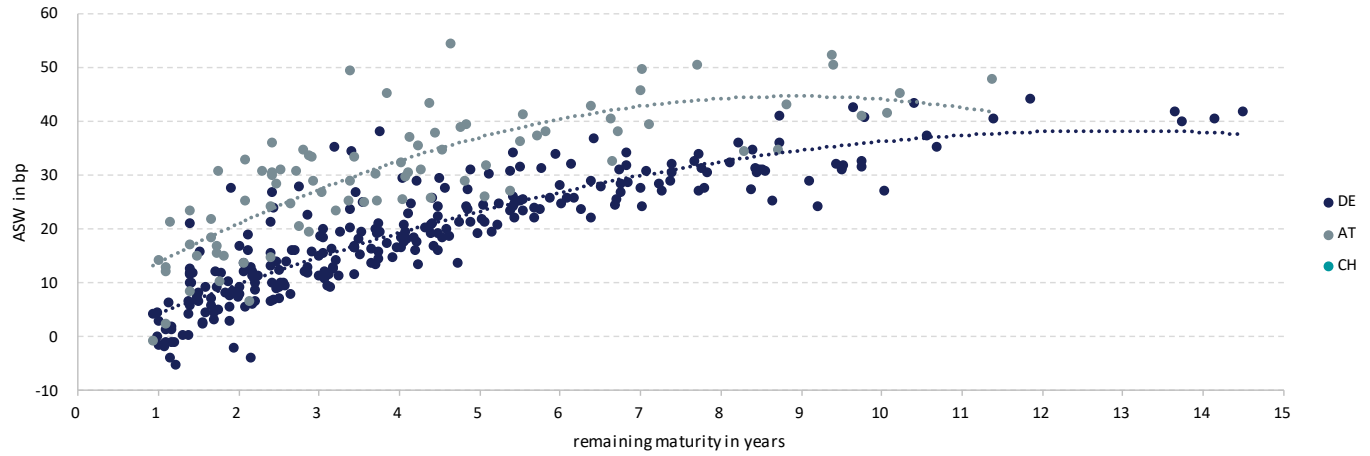
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



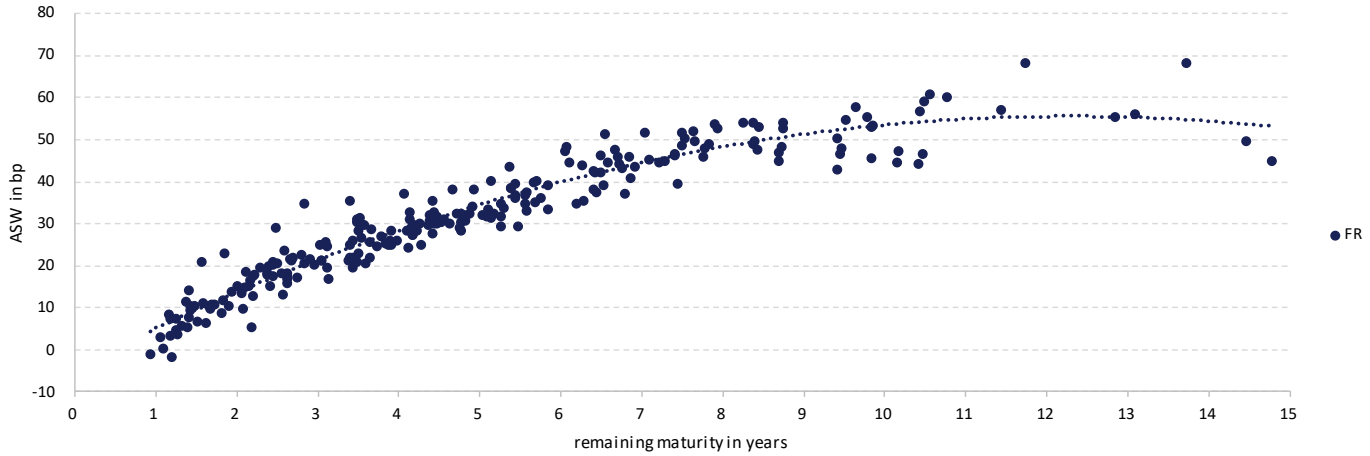
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht[1]

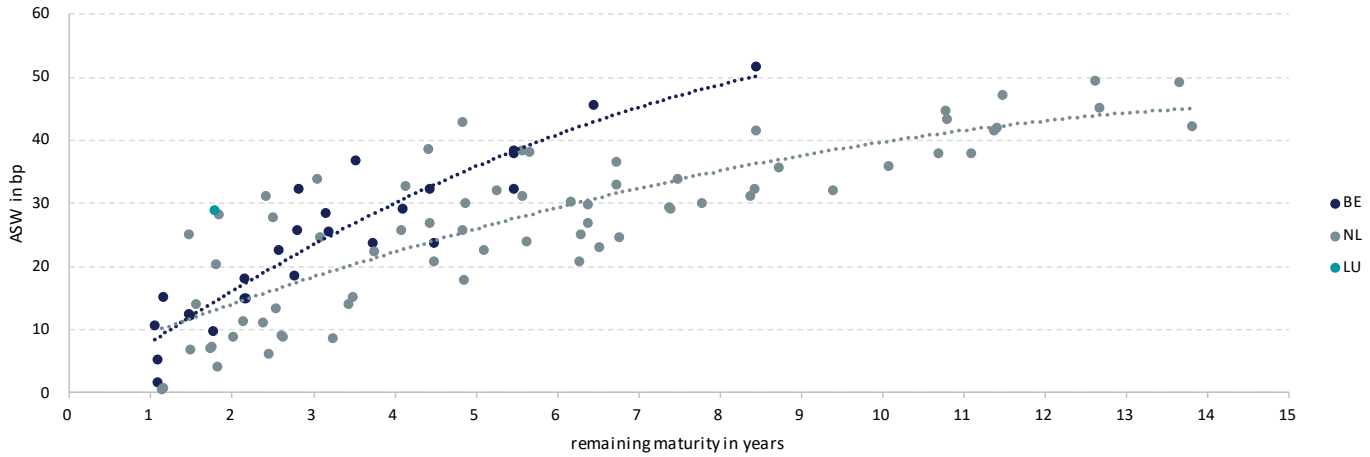
DACH



France

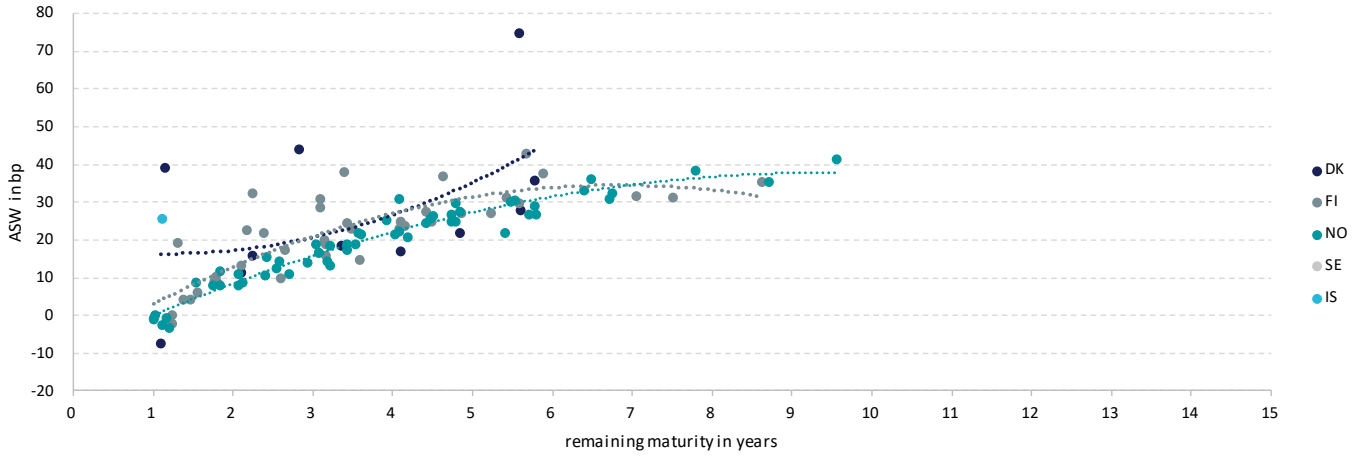


Benelux

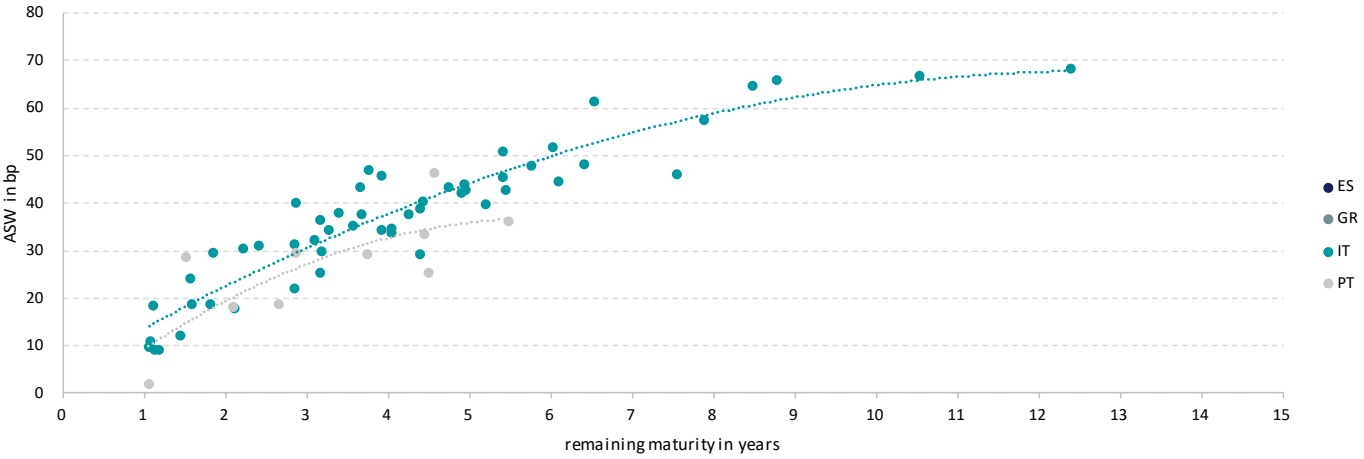


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research [1] Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

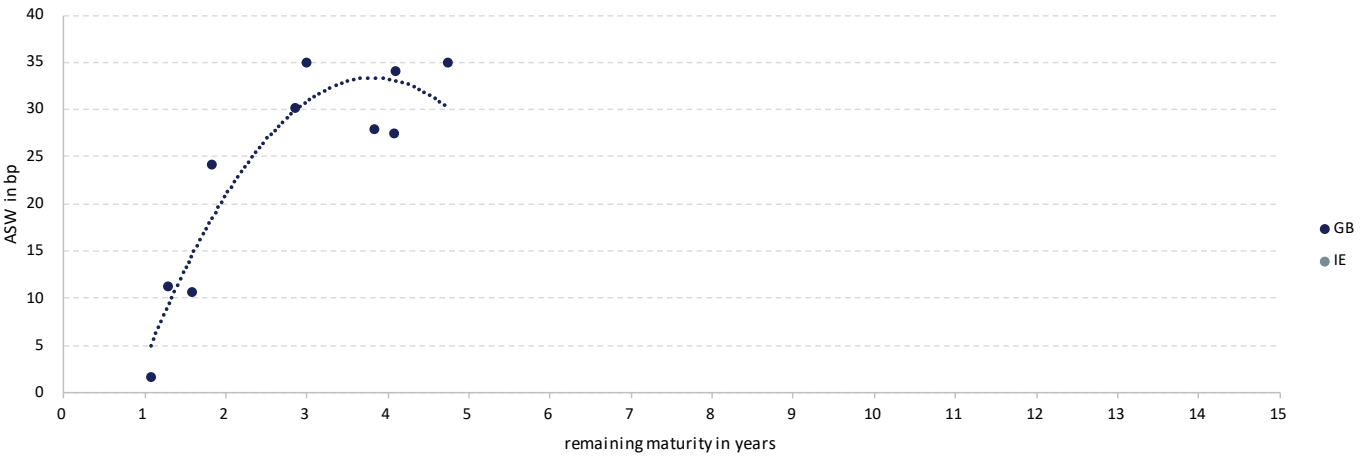
Nordics



Southern Europe

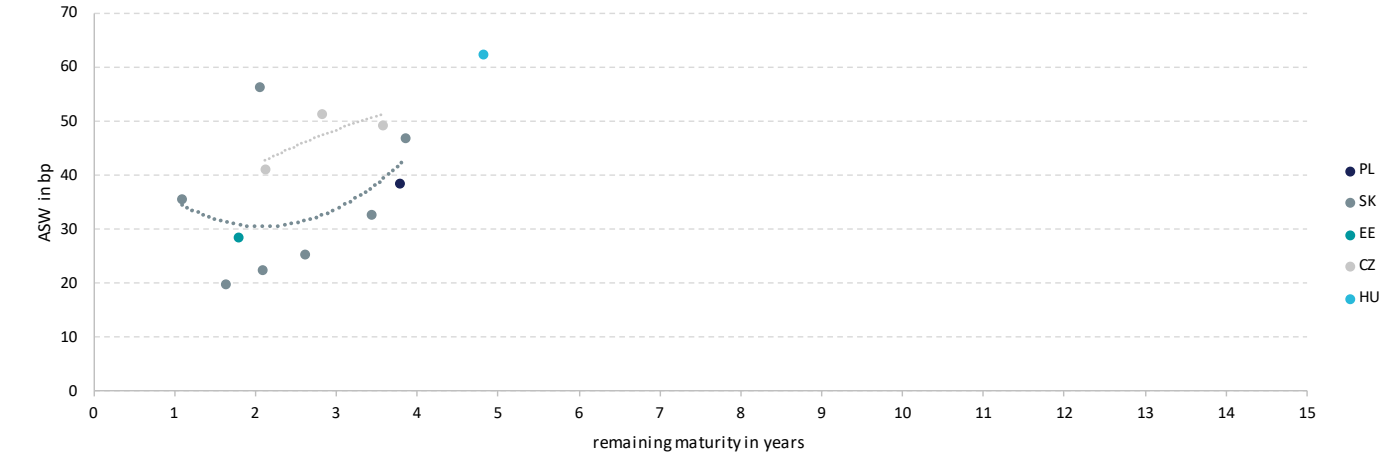


UK/IE

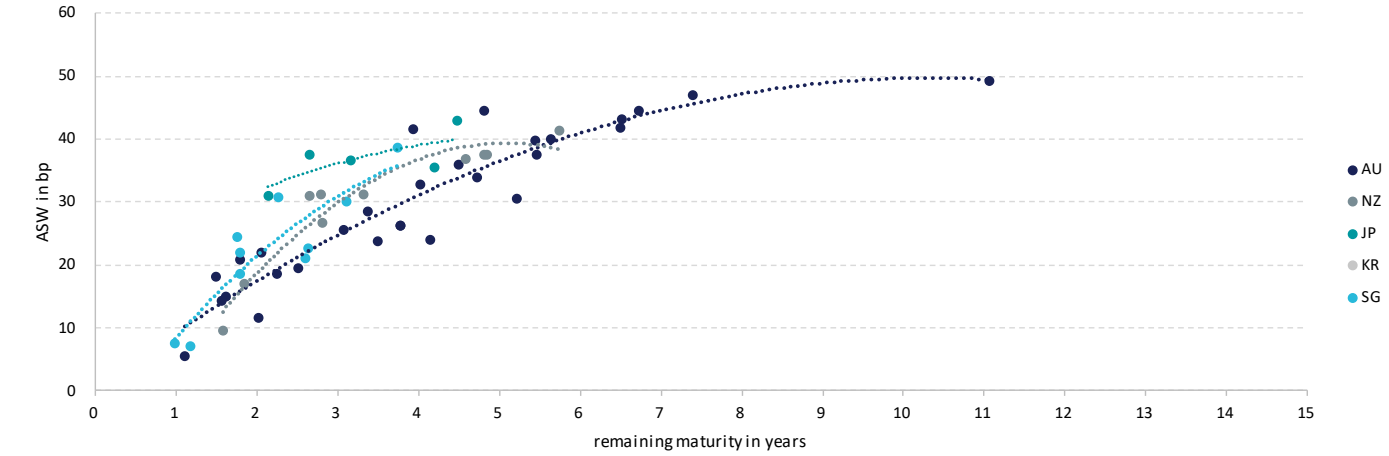


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

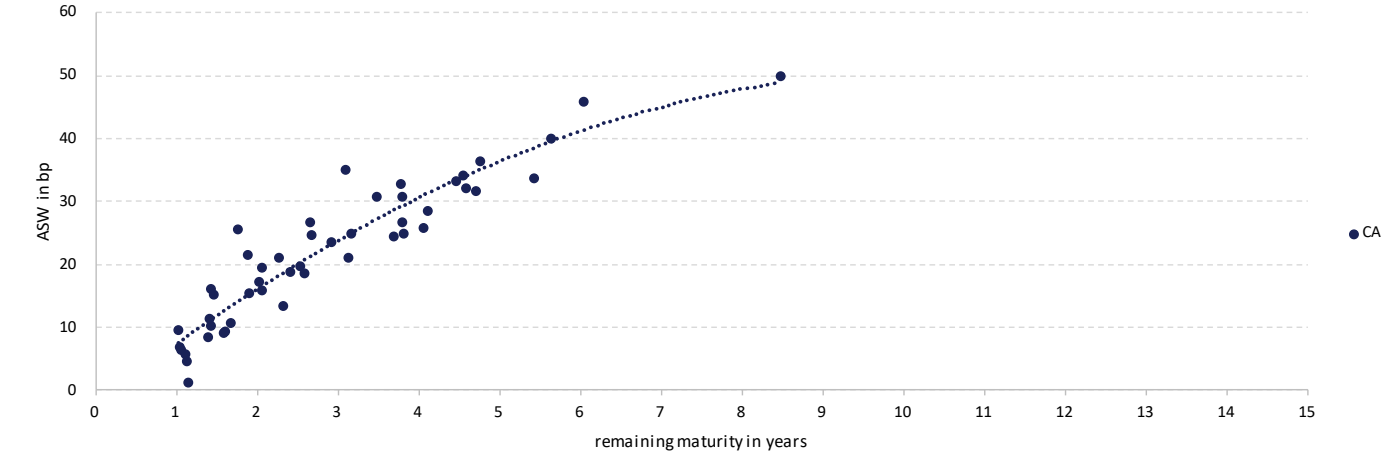
CEE



APAC



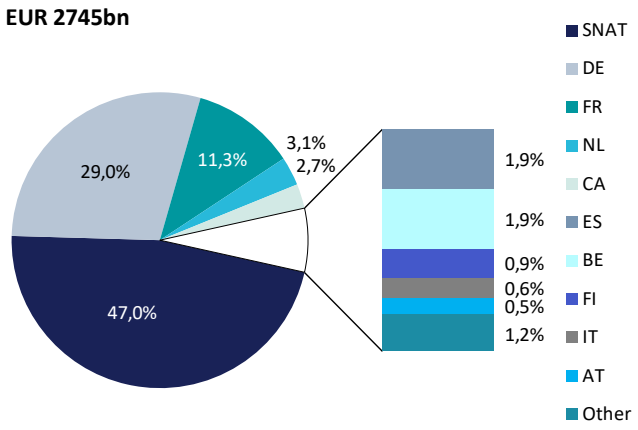
North America



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
SSA/Public Issuers

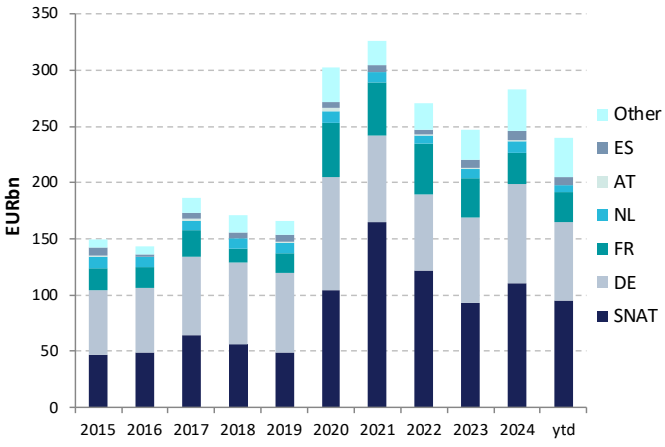
Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen



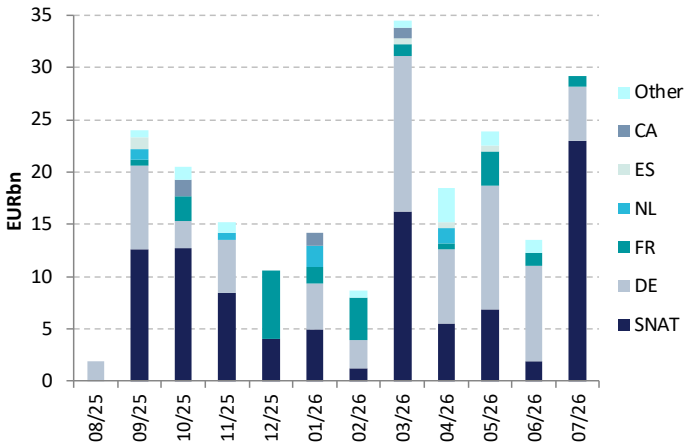
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.289,4	261	4,9	7,5
DE	795,2	600	1,3	5,9
FR	309,4	206	1,5	5,4
NL	86,2	68	1,3	6,0
CA	73,3	65	1,1	6,1
ES	52,1	75	0,7	4,9
BE	51,3	49	1,0	9,8
FI	25,0	26	1,0	4,1
IT	16,6	21	0,8	4,2
AT	14,5	20	0,7	4,6

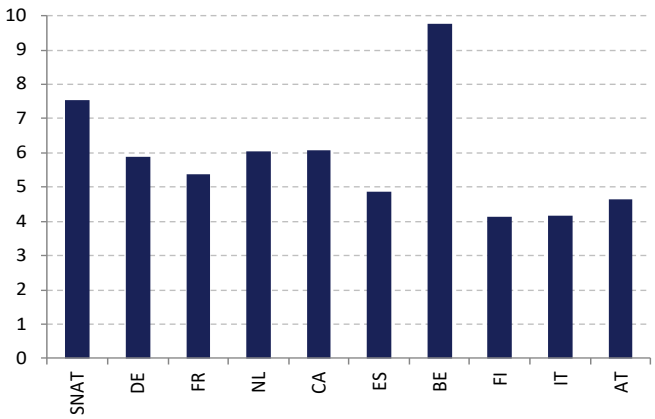
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



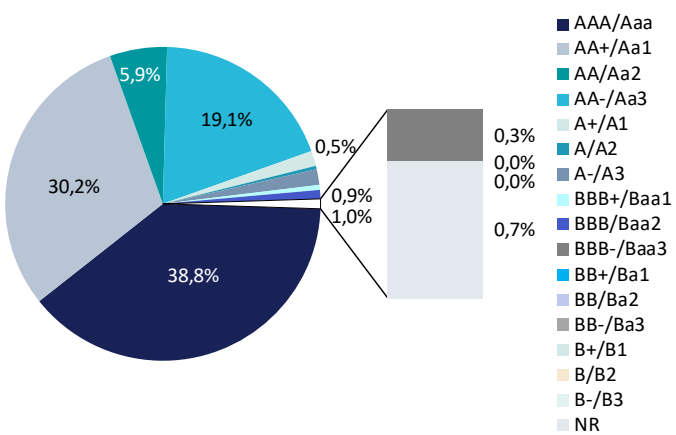
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



Vol. gew. Modified Duration nach Land

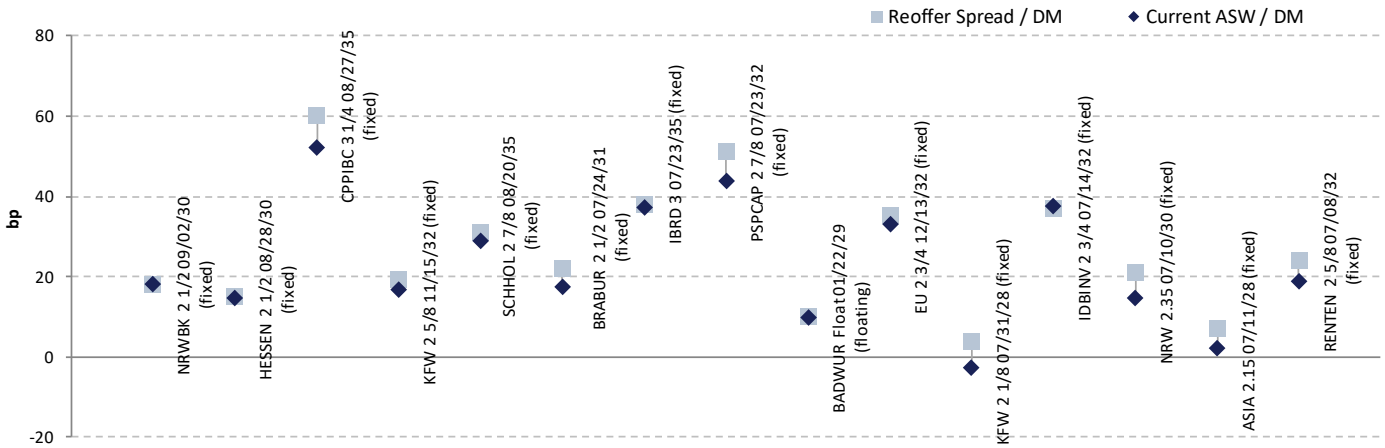


Ratingverteilung (volumengewichtet)

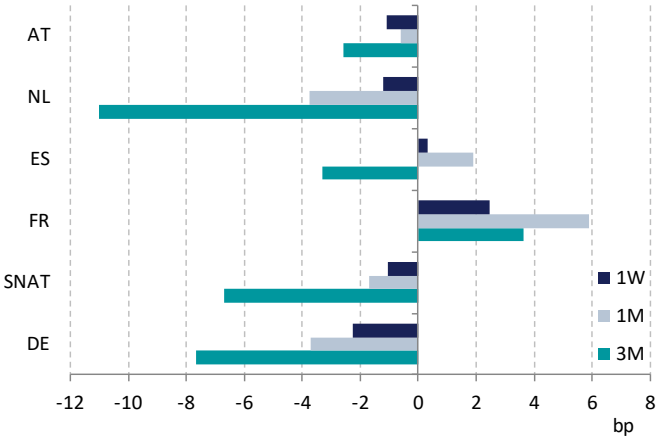


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

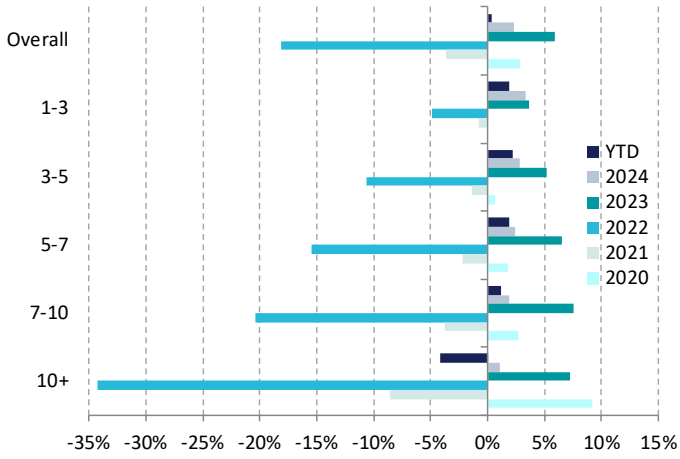
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



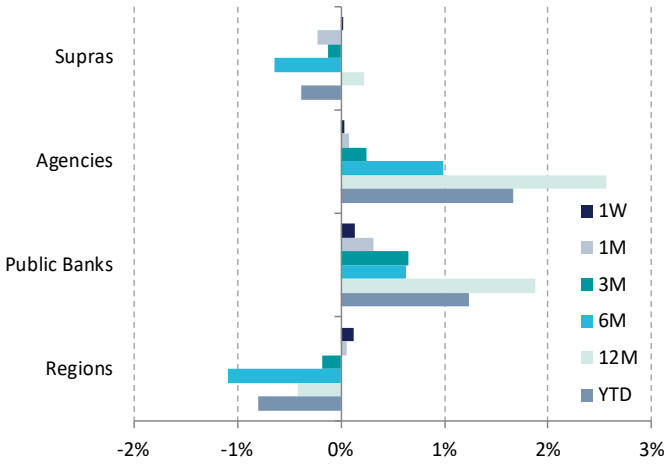
Spreadentwicklung nach Land



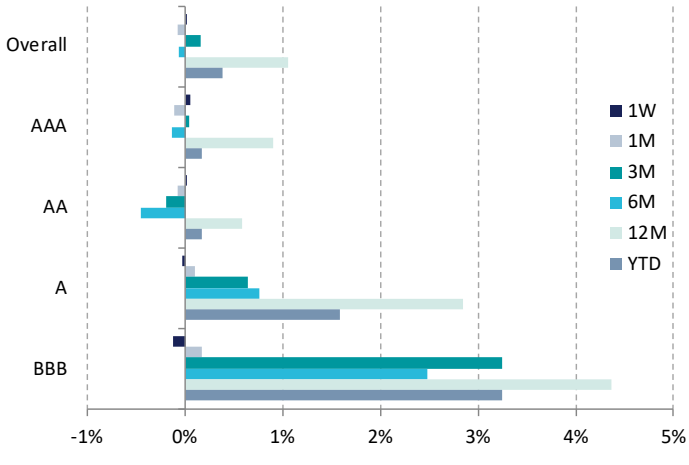
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

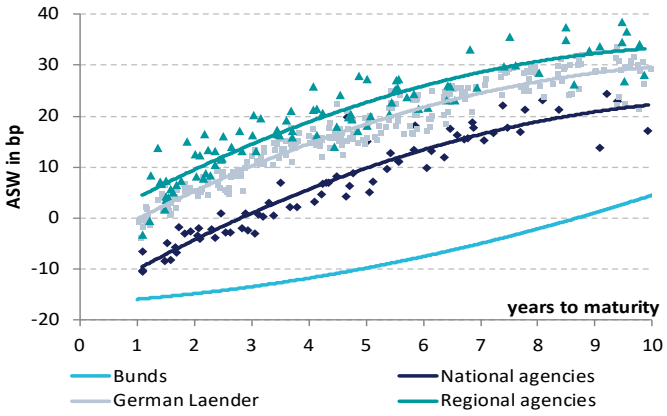


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

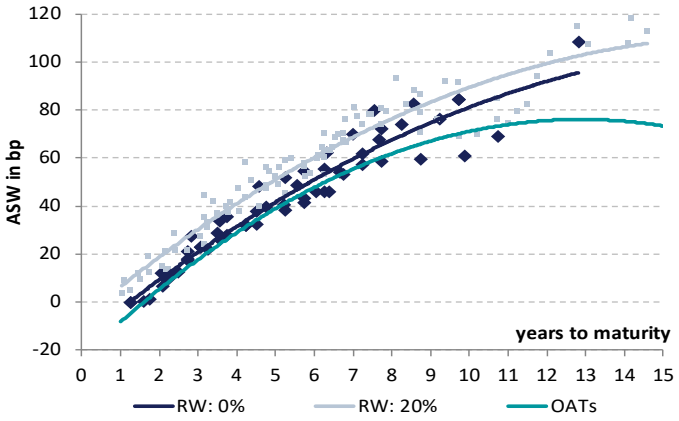


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

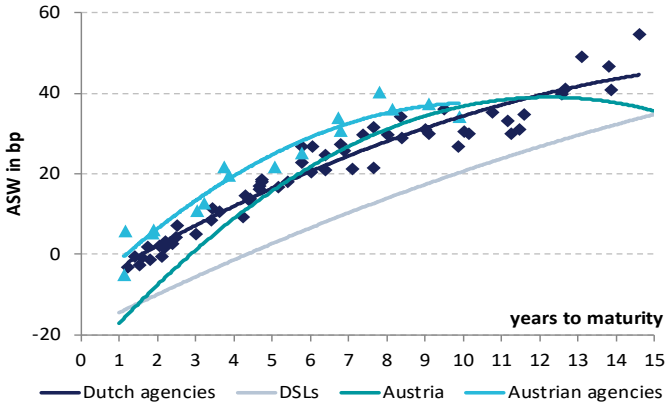
Germany (nach Segmenten)



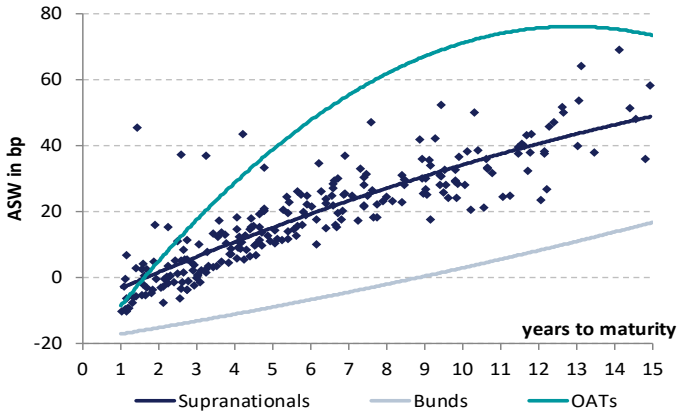
France (nach Risikogewichten)



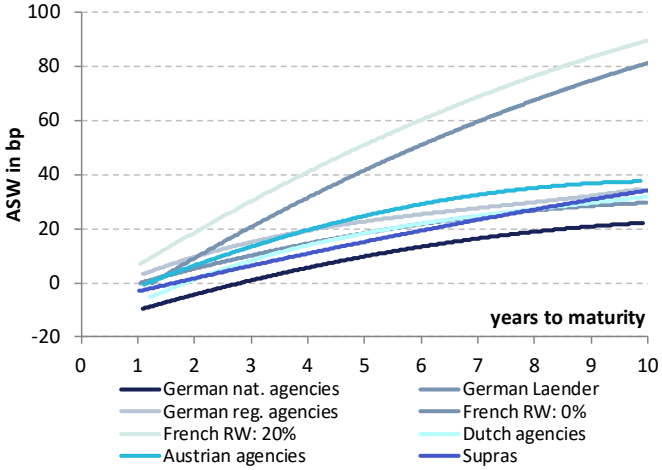
Netherlands & Austria



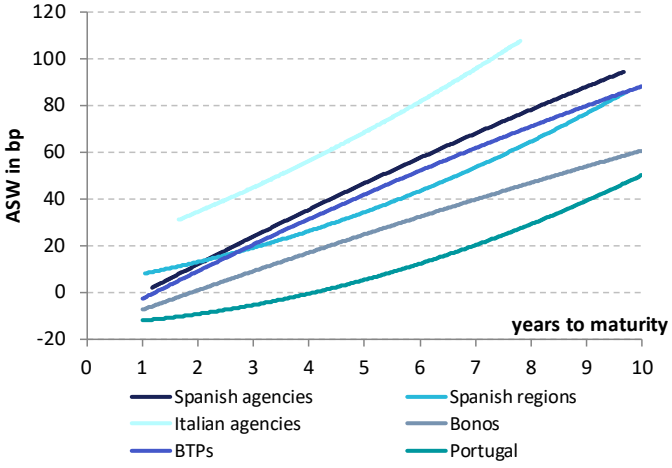
Supranationals



Core



Periphery

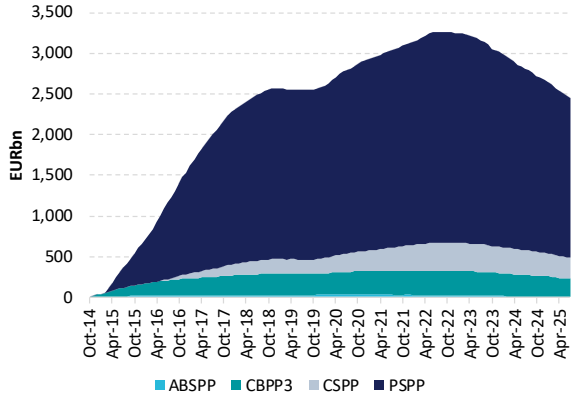


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

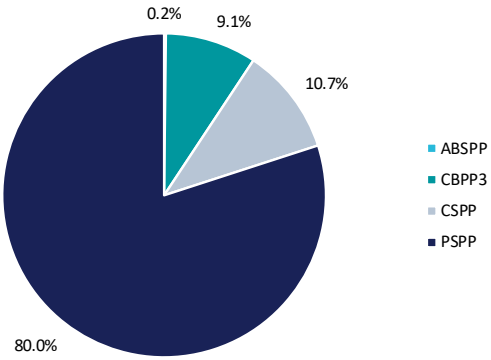
Charts & Figures
EZB-Tracker

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

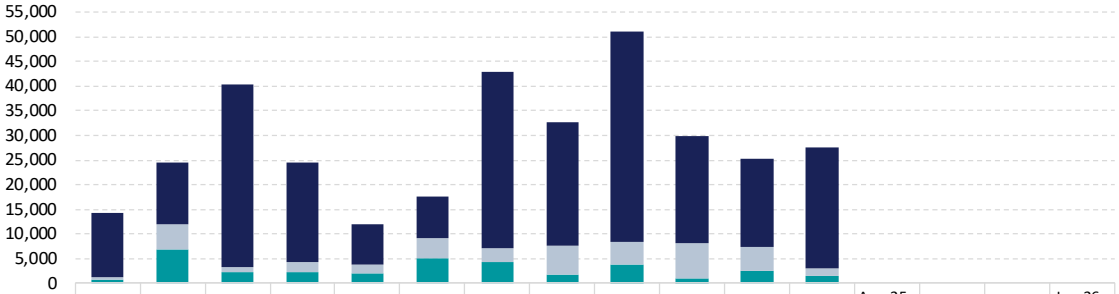
APP: Portfolioentwicklung



APP: Portfoliostruktur

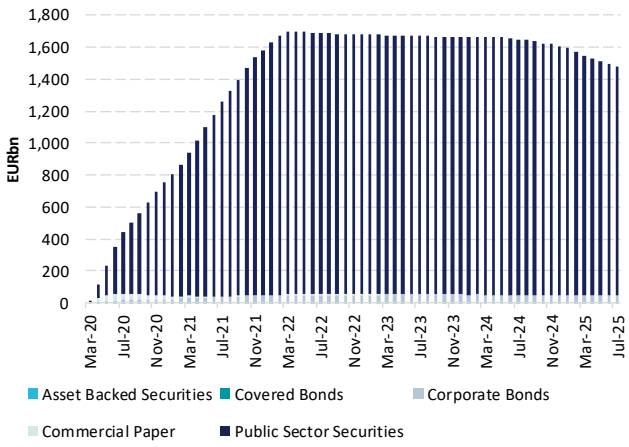


APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)

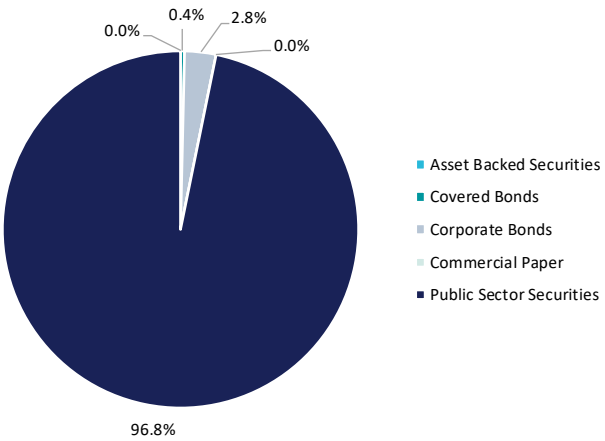


	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-25 - Jul-26	2024	2025	Jan-26 - Jul-26
APP	14,310	24,596	40,249	24,445	12,017	17,538	42,791	32,768	50,965	29,919	25,356	27,692	342,646	334,302	334,255	27,692
PSPP	13,114	12,568	37,073	20,060	8,274	8,318	35,650	25,077	42,520	21,748	17,964	24,590	266,956	264,480	253,586	24,590
CSPP	562	5,259	1,005	2,008	1,693	4,212	2,926	5,946	4,673	7,111	4,937	1,467	41,799	31,380	34,499	1,467
CBPP3	468	6,492	1,864	2,106	1,903	4,740	3,911	1,575	3,685	1,003	2,317	1,554	31,618	32,173	42,332	1,554
ABSPP	166	277	307	271	147	268	304	170	87	57	138	81	2,273	6,269	3,838	81

PEPP: Portfolioentwicklung



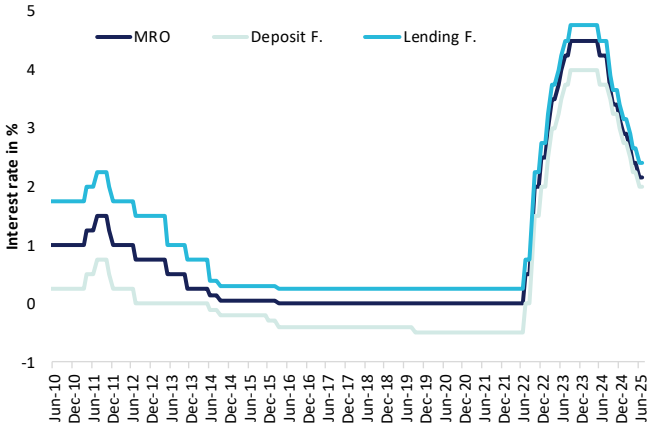
PEPP: Portfoliostruktur



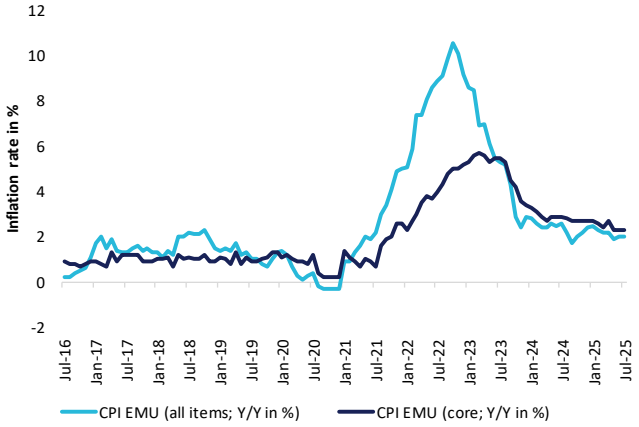
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
Cross Asset

EZB-Leitzinssätze

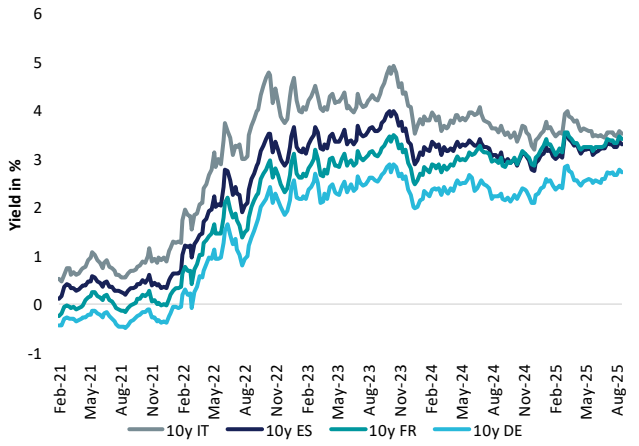


Inflationsentwicklung im Euroraum

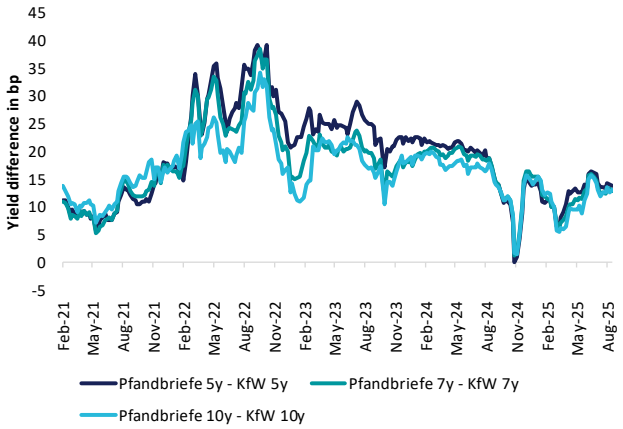


Bund-Swap-Spread

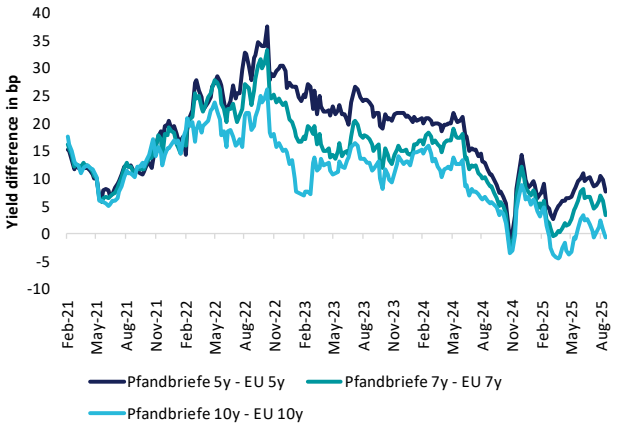
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Anhang
Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
28/2025 ♦ 20. August	▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 ▪ Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2025
27/2025 ♦ 13. August	▪ Covereds – Relative Value-Betrachtung: Eine Standortbestimmung ▪ SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im H1/2025
26/2025 ♦ 06. August	▪ Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update ▪ Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025
25/2025 ♦ 09. Juli	▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ Megaemittent EU im Fokus
24/2025 ♦ 02. Juli	▪ Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das II. Halbjahr 2025 ▪ SSA-Halbjahresrückblick 2025 und Ausblick
23/2025 ♦ 25. Juni	▪ Der Ratingansatz von Scope ▪ Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II
22/2025 ♦ 18. Juni	▪ Der Covered Bond-Markt im Vereinigten Königreich ▪ Stabilitätsrat zur 31. Sitzung zusammengetreten
21/2025 ♦ 11. Juni	▪ Der Ratingansatz von Moody's ▪ Teaser: Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025
20/2025 ♦ 28. Mai	▪ Cross Asset // Teaser: ESG-Update 2025 – Greenium und Socium+ im Fokus
19/2025 ♦ 21. Mai	▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) ▪ Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2025
18/2025 ♦ 14. Mai	▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2025 ▪ Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage
17/2025 ♦ 07. Mai	▪ Fitch: Covered Bond-Ratingansatz ▪ Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2025
16/2025 ♦ 30. April	▪ Special zur LCR-Klassifizierung und zum Risikogewicht: Ein (regulatorischer) Blick auf das EUR-Benchmarksegment ▪ Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025
15/2025 ♦ 16. April	▪ Cross Asset: Relative Value – Eine (aktuelle) Bestandsaufnahme
14/2025 ♦ 09. April	▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im I. Quartal 2025
13/2025 ♦ 02. April	▪ Ein Rückblick auf das I. Quartal im Covered Bond-Segment ▪ SSA: Ein Rückblick auf das I. Quartal 2025
12/2025 ♦ 26. März	▪ Ein Blick auf den dänischen Covered Bond-Markt ▪ Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Supras (MDBs) 2025
11/2025 ♦ 19. März	▪ Repo-Fähigkeit von Covered Bonds ▪ Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
10/2025 ♦ 12. März	▪ Covered Bonds vs. Staatsanleihen: Eine Frage der Attraktivität ▪ NGEU: Green Bond Dashboard

Anhang
Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

Issuer Guide – Covered Bonds 2024

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

Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 (Quartalsupdate)

Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 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 2025

Issuer Guide – Französische Agencies 2024

Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2025

Issuer Guide – Niederländische Agencies 2025

Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025

Beyond Bundesländer: Belgien

Beyond Bundesländer: Großraum Paris (IDF/VDP)

Beyond Bundesländer: Spanische Regionen

Fixed Income Specials:

ESG-Update 2025

Zinspause: Nur ein Durchatmen oder geht der EZB die Luft aus?

Anhang
Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research

Dr. Norman Rudschuck, CIIA
Head of Desk

+49 152 090 24094
norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas Kühne
Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932
lukas.kuehne@nordlb.de

Alexander Grenner
Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65070
alexander.grenner@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759
lukas-finn.frese@nordlb.de

Tobias Cordes, CIIA
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

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

Origination & Syndicate

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

Sales Wholesale Customers

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

Treasury

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

Relationship Management

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

Disclaimer

Dieser Report (nachfolgend als „Information" bezeichnet) ist von der NORDDEUTSCHEN LANDESBANK GIROZENTRALE („NORD/LB") erstellt worden. Die für die NORD/LB zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB"), Sonnemannstraße 20, D-60314 Frankfurt am Main, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleitungsaufsicht („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 oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt der NORD/LB, die insgesamt unter www.nordlb.de 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 Wertpapiere dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Information basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Information, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Republik China (Taiwan):
Diese Information stellt ausschließlich allgemeine Informationen bereit und berücksichtigt nicht die individuellen Interessen und Bedürfnisse, Vermögensverhältnisse und Investitionsziele von Investoren. Die Inhalte der Information sollen nicht als Empfehlung oder Beratung zum Erwerb eines bestimmten Finanzprodukts ausgelegt werden. Investitionsentscheidungen sollen nicht ausschließlich auf Basis dieser Information getroffen werden. Für Investitionsentscheidungen sollten immer eigenständige Beurteilungen vorgenommen werden, die einbeziehen, ob eine Investition den persönlichen Bedürfnissen entspricht. Darüber hinaus sollte für Investitionsentscheidungen professionelle und rechtliche Beratung eingeholt werden.
NORD/LB hat die vorliegende Information mit einer angemessenen Sorgfalt erstellt und vertraut darauf, dass die enthaltenen Informationen am Veröffentlichungsdatum verlässlich und geeignet sind. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für Genauigkeit oder Vollständigkeit gegeben. In dem Maß, in dem die NORD/LB ihre Sorgfaltspflicht als guter Verwalter ausübt wird keine Verantwortung für Fehler, Versäumnisse oder Unrichtigkeiten in der Information übernommen. Die NORD/LB garantiert keine Analageergebnisse, 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: 27. August 2025 (08:51 Uhr)

Weitergabe am: 27.08.2025 09:51:05