NORD/LB

Zum wahren Nutzen.

Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Finanzgruppe

24. September 2025 ♦ 31/2025

Marketingmitteilung (ergänzende Hinweise s. Disclaimer)

Inhalt

Marktüberblick

Covered Bonds **3**

SSA/Public Issuers **7**

Der Ratingansatz von Morningstar DBRS **12**

Teaser: Beyond Bundesländer – Großraum Paris (IDF/VDP) **16**

Charts & Figures

Covered Bonds **19**

SSA/Public Issuers **25**

EZB-Tracker **28**

Cross Asset **29**

Ausgaben im Überblick **30**

Publikationen im Überblick **31**

Ansprechpartner in der NORD/LB **32**

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

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne

Primärmarkt: Flut an Neuemissionen lediglich von EZB und ECBC unterbrochen

Nach unserer (konferenzbedingten) Publikationspause gibt es eine ganze Reihe von Neuemissionen zu betrachten. Zeitlich ist dabei ein klarer Trend zu erkennen: Während eine Reihe von Emittenten ihre Neuemissionen in den ersten zwei Septemberwochen (vor der EZB-Sitzung am 11. September) an den Markt gebracht haben, gab es im Anschluss durch die Sitzung wie auch durch die darauffolgende ECBC-Konferenz in Sevilla eine Emissionspause zu verzeichnen. Erst in der aktuellen Handelswoche wagten sich die Emittenten wieder „aus der Deckung“ und setzten die Flut an Neuemissionen fort. Den Beginn unseres Betrachtungszeitraumes am 04. September markierten vier Neuemissionen, darunter drei im WNG-Format: Während die Slovenska Sporitelna (5,0y) und die Luminor Bank (4,0y, vgl. Issuer View) sich jeweils für ein Emissionsvolumen von EUR 500 Mio. entschieden, wählte die französische CFF im Vorfeld EUR 750 Mio. (5,5y; vgl. Issuer View). Lediglich die Jyske Realkredit entschied sich gegen eine Vorfestlegung der finalen Dealgröße und sammelte letztlich EUR 750 Mio. bei einer Laufzeit von sieben Jahren bei den Investoren ein. Auch am nächsten Tag folgten wieder zwei Emissionen im WNG-Format: Für die finnische SP Mortgage Bank sowie die Tatra Banka aus der Slowakei waren erneut EUR 500 Mio. die mit Buchöffnung kommunizierten finalen Volumina, bei ihren fünf bzw. sechs Jahre laufenden Bonds. Für das gleiche Emissionsvolumen entschied sich in der darauffolgenden EZB-Woche die Achmea Bank, hier wählte der Emittent eine Laufzeit von sieben Jahren. Während die Helaba mit drei Jahren das sehr kurze Laufzeitsegment bediente (EUR 1 Mrd.), zeigte sich im Anschluss die Nationwide Building Society mit einer Dual Tranche (vgl. Issuer View) am Markt. Während für den kurzen Deal über lange drei Jahre EUR 1 Mrd. bei einem Reoffer-Spread von ms +25bp eingesammelt werden konnten, wies der sieben Jahre laufende Bond ein finales Emissionsvolumen von EUR 500 Mio. bei ms +45bp auf. Eine solide Investorennachfrage wurde an den Bid-to-cover-Ratios von 2,6x bzw. 2,5x deutlich. Die letzte Transaktion vor der EZB-Sitzung markierte die DZ HYP mit einem Grünen Covered Bond über EUR 1,0 Mrd. (4,9y). Im Anschluss folgte die angesprochene Pause von knapp anderthalb Wochen, bevor Korea erneut zeigte, dass es die Jurisdiktion mit dem höchsten ESG-Anteil darstellt: Die Kookmin Bank platzierte erfolgreich EUR 600 Mio. (4,0y) im Sustainability-Format bei einem Reoffer-Spread von ms +36bp. Am 23. September folgten dann ganze fünf Transaktionen, auch hier allesamt im WNG-Format über EUR 500 Mio. Während sich mit der Wüstenrot Bausparkasse erneut ein Pfandbriefemittent am Markt zeigte (8,0y), ging mit der Prima Banka (3,0y; ms +36bp) nun schon die dritte slowakische Bank nach der Sommerpause und die sechste Transaktion aus der CEE-Jurisdiktion im laufenden Jahr (Gesamtvolumen: EUR 3 Mrd.) auf die Investoren zu. Auch aus Singapur waren nach dem Deal der Maybank Singapore (3,0y) in 2025 bereits drei der vier im EUR-Benchmarksegment aktiven Emittenten mit frischer Ware am Markt aktiv. Bemerkenswert auch die zweite Transaktion aus Ungarn: Nachdem die OTP Mortgage Bank nach längerer Abwesenheit erst im Juni des laufenden Jahres ihr „Comeback“ in diesem Marktsegment gab, konnte sie nun erneut EUR 500 Mio. (5,5y) bei ms +72bp erfolgreich platzieren. Den Abschluss einer ganzen Flut an Neuemissionen setzte schließlich die Belfius Bank nach knapp anderthalbjähriger Abwesenheit (5,0y; ms +30bp).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Maybank Singapore	SG	23.09.	XS3183160079	3.0y	0.50bn	ms +27bp	- / Aaa / AAA	-
Belfius Bank	BE	23.09.	BE0390251206	5.0y	0.50bn	ms +30bp	AAA / - / AAA	-
Wüstenrot Bausparkasse	DE	23.09.	DE000WBP0BP8	8.0y	0.50bn	ms +38bp	- / - / AAA	-
OTP Mortgage Bank	HU	23.09.	XS3187013779	5.5y	0.50bn	ms +72bp	- / A1 / -	-
Prima Banka	SK	23.09.	SK4000027942	3.0y	0.50bn	ms +36bp	- / Aaa / -	-
Kookmin Bank	KR	22.09.	XS3168711193	4.0y	0.60bn	ms +36bp	AAA / - / AAA	X
DZ HYP	DE	10.09.	DE000A3825Z1	4.9y	1.00bn	ms +25bp	- / Aaa / AAA	X
Nationwide BS	GB	09.09.	XS3180074380	7.0y	0.50bn	ms +45bp	AAA / - / AAA	-
Nationwide BS	GB	09.09.	XS3180073572	3.3y	1.00bn	ms +25bp	AAA / - / AAA	-
Helaba	DE	09.09.	XS3181619688	3.0y	1.00bn	ms +16bp	- / Aaa / -	-
Achmea Bank	NL	08.09.	XS3181120539	7.0y	0.50bn	ms +37bp	- / - / AAA	-
Tatra Banka	SK	04.09.	SK4000027918	6.0y	0.50bn	ms +50bp	- / Aaa / -	-
SP Mortgage Bank	FI	04.09.	XS3177997130	5.0y	0.50bn	ms +34bp	- / - / AAA	-
Luminor Bank	EE	03.09.	XS3176781188	4.0y	0.50bn	ms +40bp	- / Aaa / -	-
Jyske Realkredit	DK	03.09.	DK0009418089	7.0y	0.75bn	ms +37bp	- / - / AAA	-
CFF	FR	03.09.	FR0014012IF1	5.5y	0.75bn	ms +47bp	- / Aaa / AAA	-
Slovenska Sporitelna	SK	03.09.	SK4000027876	5.0y	0.50bn	ms +41bp	- / Aaa / -	-

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

Sekundärmarkt: Ruhiges Fahrwasser im Rahmen der ECBC

Die bereits erwähnte ECBC-Konferenz sowie auch das Zusammenkommen der Währungshüter der Fed trugen in der vergangenen Woche zu eher wenigen Sekundärmarktaktivitäten bei. Das Ausbleiben an Neuemissionen wirkte sich hierbei unterstützend auf die Spreads aus. Alles in allem ist aber weiterhin eine auskömmliche Nachfrage zu verzeichnen, sodass bei den aktuellen und kommenden Transaktionen eine gute Sekundärmarktperformance erwartet werden kann.

EUR-Subbenchmarksegment: Suomen Hypoteekkiyhdistys am Markt aktiv

Neben diversen Benchmarkemittenten zeigte sich bereits am 10. September mit der Suomen Hypoteekkiyhdistys (Mortgage Society of Finland) ein finnischer Emittent im EUR-Subbenchmarksegment aktiv. Schon mit dem Announcement limitierte der Emittent das Emissionsvolumen des fünfjährigen Deals auf EUR 300 Mio. Die Finnen starteten bei einer Guidance von ms +45bp area in die Vermarktungsphase und stießen auf ein reges Investoreninteresse, sodass der Spread um sechs Basispunkte auf ms +39bp reduziert werden konnte (Bid-to-Cover Ratio: 2,8x). Zuletzt war der Emittent im Februar 2024 mit einer EUR-Subbenchmark am Markt aktiv gewesen, insgesamt summiert sich das ausstehende Volumen des Emittenten in diesem Marktsegment auf EUR 2,0 Mrd.

Covered Bond Label Foundation veröffentlicht 2026er Update ihres HTTs

Am 16. September hat die Covered Bond Label Foundation (CBLF) ein Update des Harmonised Transparency Templates (HTT) vorgelegt. Ab dem I. Quartal 2026 ist die Verwendung des einheitlichen Reportingstandards für alle dem Label angeschlossenen Emittenten verpflichtend. Die aktualisierte Version des HTT birgt keine größeren strukturellen Veränderungen, konzentriert sich vielmehr auf Korrektheit und Konsistenz der Daten, um Vergleichbarkeit und Datenqualität zu verbessern. Dabei liegt der Fokus auf klareren Definitionen der Datenfelder sowie einer verbesserten Reporting-Logik.

S&P hebt Rating von vier spanischen Covered Bond-Programmen an

In der vergangenen Woche gaben die Ratingexperten von S&P ein Upgrade für vier spanische Covered Bond-Programme bekannt. Die zuvor mit AA+ bewerteten Covered Bonds der EUR-Benchmarkemittenten Abanca, Cajamar Caja Rural, CaixaBank und Ibercaja Banco wurden auf die Bestnote AAA angehoben. Hintergrund dieser Heraufstufung war die am 12. September bekanntgegebene Ratingverbesserung des Sovereign Ratings des spanischen Staates. Dieses wurde um einen Notch von A auf A+ angehoben. Unter dem Covered Bond-Ratingansatz von S&P können die Ratings der betrachteten Covered Bond-Programme das Sovereign Rating von Spanien um maximal vier Notches übersteigen. Entsprechend resultierte das Upgrade für Spanien auch in einer Ratingverbesserung der vier spanischen Covered Bond-Programme. Spanien zählt mit einem ausstehenden Volumen von EUR 51,0 Mrd. an ausstehenden EUR-Benchmarkemissionen zu den größten Covered Bond-Märkten weltweit. In diesem Jahr konnten wir bisher lediglich vier Emissionen im Volumen von EUR 3,3 Mrd. aus dieser Jurisdiktion am Markt begrüßen. Wir rechnen u.a. aufgrund der hohen Einlagenbasis in diesem Jahr mit einem schrumpfenden spanischen Covered Bond-Markt.

Fitch hebt Sovereign Rating Italiens an: Upgrade für italienische Covered Bonds möglich

Pünktlich zum Ausklang der vergangenen Handelswoche hoben die Ratingexperten von Fitch das Sovereign Rating des italienischen Staats von BBB auf BBB+ an. Damit stieg auch das für italienische Covered Bonds relevante Country Ceiling, welches den maximalen Uplift eines Covered Bond-Programms gegenüber dem Sovereign Rating begrenzt, von AA auf AA+ an. Am aktuellen Rand bewertet Fitch die Covered Bond-Programme von sechs EUR-Benchmarkemittenten, die unserer Ansicht nach von einem Anstieg des Country Ceilings profitieren könnten. Wir erwarten, dass die Ratingexperten in den kommenden Wochen auch die Ratingeinstufung der von ihnen bewerteten italienischen Covered Bond-Programme um einen Notch anheben sollten. Nichtsdestoweniger stellt ein mögliches Ratingupgrade immer eine Einzelfallentscheidung dar und sollte entsprechend nicht als bereits beschlossen angesehen werden.

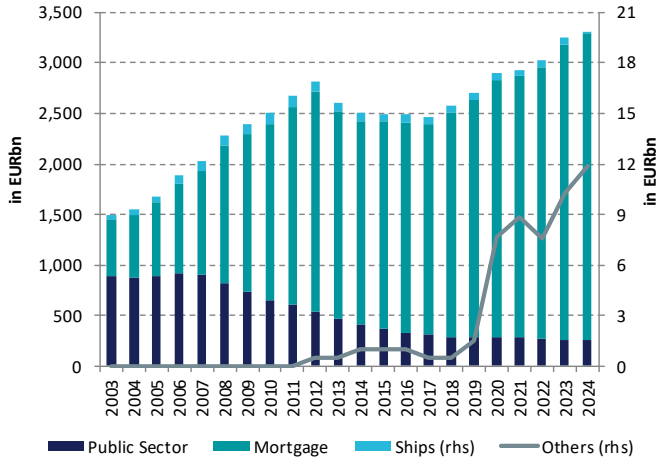
BAWAG plant Knab vollständig zu integrieren

Nach dem vollständigen Erwerb des niederländischen Instituts und Covered Bond-Emittenten Knab im vergangenen Jahr plant die BAWAG nun die nächsten Integrationsschritte und benötigt dafür die Zustimmung ihrer Bond-Investoren. So soll in einem ersten Schritt die Rückzahlungsstruktur der Conditional Pass-Through (CPT) Covered Bonds in Soft Bullets gewandelt und die ausstehenden CPT-Bonds in das bereits vorhandene Soft Bullet Programm von Knab integriert werden. Der zweite und weitaus größere Schritt besteht darin, Knab vollständig in die BAWAG zu integrieren, sodass Knab nur noch als Marke und nicht als eigenständiges Institut weiterbesteht. Bei Zustimmung der Covered Bond-Investoren würde die BAWAG zum Emittenten der bisher unter Knab platzierten gedeckten Anleihen werden. Die ausstehenden Covered Bonds von Knab sollen zukünftig alle Anforderungen des niederländischen und des österreichischen Covered Bond-Gesetzes erfüllen. Die BAWAG wird nach der erfolgreichen Integration drei Cover Pools aufweisen, zwei für ihre österreichischen Covered Bonds (hypothekarisch und öffentlich besichert) sowie einen für die von Knab übernommenen Bonds. Zukünftig plant die BAWAG, nur noch Covered Bonds nach österreichischem Recht zu emittieren. Über die Vorschläge der BAWAG sollen die Investoren am 07. und ggf. 21. Oktober abstimmen.

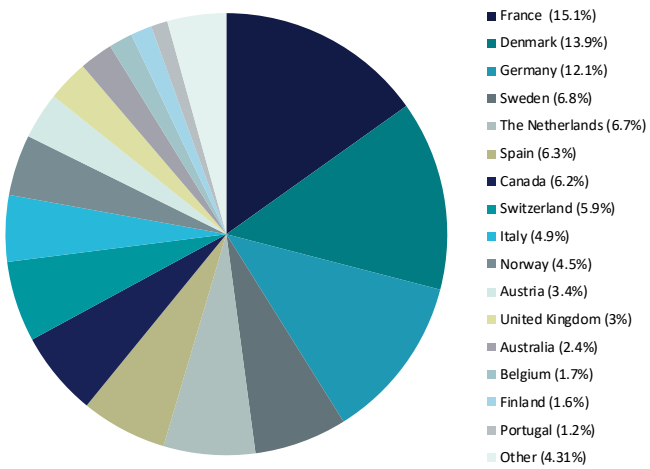
ECBC Jahresstatistik: Covered Bond-Markt weiterhin auf Wachstumskurs

In der letzten Ausgabe unserer Wochenpublikation konnten wir bereits berichten, dass der European Covered Bond Council (ECBC) seine Jahresstatistik für den globalen Covered Bond-Markt vorgelegt hat. Dieser umfasst zum Stichtag 31. Dezember 2024 insgesamt 436 Covered Bond-Programme von 333 Emittenten aus 36 Ländern. Der Covered Bond-Markt wuchs im Jahr 2024 um EUR 52,5 Mrd. bzw. 1,6% auf ein ausstehendes Volumen von EUR 3.311,1 Mrd. Darunter entfällt mit EUR 131,2 Mrd. ein wachsender Anteil auf Covered Bond-Emissionen in einem der Nachhaltigkeitsformate „Green", „Social" und „Sustainability" (FY/2023: EUR 107,6 Mrd.). Die Neuemissionsaktivitäten blieben hingegen mit EUR 532,9 Mrd. deutlich hinter denen aus dem Vorjahr (EUR 689,4 Mrd.) zurück. Insbesondere das in 2024 platzierte Volumen an hypothekarisch besicherten Covered Bonds sank um über 24% im Vorjahresvergleich. Im Kontrast dazu verzeichneten öffentlich besicherte Covered Bonds das höchste Neuemissionsvolumen (EUR 42,4 Mrd.) seit 2015. Nichtsdestoweniger schrumpfte der Markt für öffentlich besicherte Covered Bonds, mit Blick auf das ausstehende Volumen (EUR 253,7 Mrd.) im Jahr 2024 um EUR 4,0 Mrd. Dominiert wird der globale Covered Bond-Markt von Emissionen in Benchmarksize (60% des ausstehenden Volumens) sowie von in EUR denominierten Covered Bonds (63,2%). Die aktuellen ECBC-Daten zeigen mit Blick auf das Volumen an ausstehenden Bonds einen stetig wachsenden Anteil an Soft Bullet-Strukturen (2024: 68,4%) an. Dieser Trend hält mittlerweile das vierte Jahr in Folge an und wird insbesondere von der EU-Covered Bond-Harmonisierung unterstützt. Darüber hinaus bleibt auch der Anteil von Covered Bonds, die über einen fixen Kupon verfügen, mit 76,2% (FY/2024) im Jahresvergleich weitestgehend stabil. Geographisch entfallen die höchsten Anteile des globalen Covered Bond-Volumens auf Frankreich, Dänemark und Deutschland. Erst im Jahr 2023 konnte Frankreich Dänemark an der Spitze ablösen, was insbesondere auf die verstärkte Emission von Retained Covered Bonds zurückzuführen war. Insgesamt vereinen die zehn größten Jurisdiktionen mehr als 85% des ausstehenden Volumens auf sich. Mit Blick auf das Neuemissionsvolumen in 2024 kehrte Dänemark mit einem Marktanteil von 23,1% aber wieder an die Spitze zurück, gefolgt von Frankreich mit 11,9% und Deutschland mit 10,9%. Das Gros der dänischen Neuemissionen entfiel dabei auf in DKK denominierte Bonds, auf Emissionen in EUR entfielen lediglich EUR 5,5 Mrd.

Covered Bond-Volumen nach Assetklasse



Covered Bond-Volumen – Länderverteilung[1]



[1] Die Kategorie „Other" umfasst alle Länder mit einem Anteil von weniger als 1%

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

SSA/Public Issuers Marktüberblick

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

Issuer Guide – Deutsche Länder in seiner zwölften Auflage erschienen

Der jährliche *Issuer Guide – Deutsche Länder* ist Teil einer vom NORD/LB Floor Research erscheinenden Produktreihe zu einzelnen Emittenten und Marktsegmenten am globalen Rentenmarkt. Die neueste Ausgabe stellt nach ihrer Erstauflage im Jahr 2013 – und einer unfreiwilligen Unterbrechung in 2019 – die zwölfte Publikation dieses Formats dar. Nach wie vor stellen die 16 deutschen Länder mit einem ausstehenden Anleihevolumen von umgerechnet rund EUR 441 Mrd. verteilt auf 846 Bonds den mit Abstand größten Sub-Sovereign-Markt in Europa dar. Keine andere subnationale Ebene weist ähnlich hohe ausstehende Volumina oder jährliche Emissionsaktivitäten auf wie das deutsche Ländersegment. Traditionell charakterisiert durch ein stetiges Neuangebot bei (hoher) relativer Attraktivität zu Bunds, stellt es seit jeher eine interessante Alternative zu Staatsanleihen dar. Folglich gehört es zu den liquidesten, wenngleich nicht unbedingt komplexesten Märkten des europäischen Universums für Supranationals, Sub-Sovereigns und Agencies (SSA).

Neueste EZB-Projektionen für das Wachstum und die Inflation im Euroraum*

	September 2025 projections		
	2025	**2026**	**2027**
Real GDP	1,2	1,0	1,3
HICP inflation	2,1	1,7	1,9

* Veränderungen gegenüber Vorjahr in %
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

11. September 2025: Der EZB-Rat ist kein Panikorchester

„Keine Panik auf der Titanic." Diese melodische Redewendung wird im deutschsprachigen Raum seit den 1970er-Jahren verwendet und soll Kontrolle in einer alles andere als zuversichtlichen Lage suggerieren. Zwar liegt es uns fern, die EZB mit einem sinkenden Schiff gleichsetzen zu wollen, aber die derzeitige Rhetorik der steuernden Notenbanker vermittelt gegenwärtig ein vergleichbares Gefühl von monetärer Sicherheit und Klarheit. Auf ihrer sechsten Zusammenkunft in diesem Jahr sahen sich die europäischen Währungshüter nicht dazu veranlasst, ihren gegenwärtigen geldpolitischen Ankerplatz zu verlassen. Während auf See weiterhin hoher Wellengang herrscht, vor allem wegen Frankreich und durch den Handelsstreit mit den USA, verweilt die EZB somit wie von uns prognostiziert im ruhigen monetären Hafen. Dementsprechend wurden abermals keinerlei Anpassungen an den drei relevanten Leitzinssätzen vorgenommen: Folglich verharrt der Satz der Einlagefazilität weiterhin auf einem Niveau von 2,0%. Der Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte bleibt nach wie vor bei 2,15%, während der Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität auch zukünftig 2,4% betragen wird. Die jüngst von Eurostat veröffentlichten Inflationsdaten zeigten, dass die Teuerungsrate im gemeinsamen Währungsraum zuletzt entsprechend der EZB-Zielmarke +2% betrug. Im Rahmen der Zusammenkunft veröffentlichte die EZB ihre neuesten vierteljährlichen *staff projections*. Insbesondere die Erwartungen an die diesjährige Inflation und das Wirtschaftswachstum sowie der Ausblick für die Teuerungsrate im kommenden Jahr in der Eurozone wurden nach oben korrigiert, sodass wir in unserem Basisszenario nach wie vor von einer finalen Zinssenkung im Dezember ausgehen.

Pariser Paralyse und TPI-Hoffnungen

In den vergangenen Wochen sind die Sorgen am europäischen Staatsanleihenmarkt um die Tragfähigkeit und das Ausmaß der öffentlichen Verschuldung weiter eskaliert. Nichtsdestoweniger illustriert die übergeordnete Entwicklung die Sorgen von Investoren über die Haushaltslage und die Fiskalpolitik Frankreichs. Da diese Problematiken allerdings nach unserem Dafürhalten hausgemacht sind und keine ungerechtfertigten Marktdynamiken darstellen, halten wir es für angebracht, wenn die EZB ihr *Transmission Protection Instrument* – kurz: TPI – weiterhin in der Schublade belässt. Ohnehin würde Frankreich aufgrund des anhaltenden Verfahrens bezüglich eines übermäßigen Haushaltsdefizits nicht die Kriterien einer soliden und tragfähigen Haushaltsführung erfüllen und somit keine Ankauffähigkeit im Rahmen des TPI aufweisen. Ein Einsatz des TPI zur Vermeidung von Spillover-Effekten halten wir ebenfalls für ausgeschlossen.

Fitch I: Downgrade Frankreichs von AA- auf A+ mit Folgen für französische Agencies

Nachdem Fitch am 12. September das Rating der „Grande Nation" vor dem Hintergrund der politischen Instabilität und den damit verbundenen Unsicherheiten im Hinblick auf die Haushaltskonsolidierung von AA- auf A+ (Ausblick: stabil) herabsenkte, folgte am 18. September die (erwartbare) Anpassung der Ratings und Ausblicke von 27 staatsnahen Emittenten (Government-Related Entities, GRE). Zu den 27 GRE zählen 20 Emittenten, deren Bonitätsstufe mit der des Zentralstaats gleichgesetzt wurde. Dabei handelt es sich (*kursiv* in unserer Coverage befindlich) um Action Logement Groupe (ALG), Action Logement Immobilier (ALI), *Action Logement Services (ALS)*, Agence Centrale des Organismes de Securité sociale (ACOSS), *Agence Française de Développement (AFD)*, Caisse nationale des autoroutes (CNA), *Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES), Caisse de Dépôts et Consignations (CDC),* EPIC Bpifrance, Régie Autonome des Transports Parisiens (RATP), SNCF Reseau, *Société des Grands Projets (SGP)*, *Unédic*, CDC Habitat, Île-de-France Mobilités (IDFM), Societe Nationale SNCF SA, Centre Hospitalier Universitaire d'Angers (CHU Angers) sowie Centre Hospitalier Universitaire de Brest (CHU Brest). Während einige französische Agencies aus unserer Coverage über eine gemäß CRR angemessene Garantie verfügen oder laut EBA-Liste als Exposure gegenüber regionalen und lokalen Gebietskörperschaften (RGLA) bzw. Sovereigns behandelt werden und unverändert von einem 0%-Risikogewicht sowie einer Level 1-Klassifizierung nach LCR profitieren, hat das Downgrade für einige Agencies aus der französischen Jurisdiktion unmittelbare Folgen für deren regulatorische Beurteilung: Besteht keine angemessene Garantie oder eine wie oben aufgeführte Zuordnung, ergibt sich das Risikogewicht i.d.R. aus dem Rating, sofern eines besteht. Gemäß Art. 138(e) CRR ist bei zwei vorliegenden Ratings dasjenige anzuwenden, welches zu einem höheren Risikogewicht führt. Liegen hingegen mehr als zwei Ratings vor, sind nach Art. 138(f) vereinfacht gesagt die beiden heranzuziehen, die zu einem geringeren Risikogewicht führen. Für einzelne Emittenten innerhalb unserer Coverage, die lediglich über zwei Bonitätsbeurteilungen verfügen, führt das Downgrade somit dazu, dass anstelle der Ratingkategorie 1 nun die Ratingkategorie 2 (vgl. Mappingtabelle) für die Ableitung des Risikogewichts heranzuziehen ist. Konkret betrifft dies Risikopositionen gegenüber der Agence Française de Développement (Ticker: AGFRNC), Bpifrance (Ticker: BPIFRA) sowie ALS (Ticker: ALSFR), für die sich – bei Anwendung von Art. 116 CRR und damit dem konservativeren Ansatz folgend – u.E. nach nun ein Risikogewicht von 50% (zuvor 20%) ergibt. Die (bisherigen) Diskussionen am Markt zeigen allerdings, dass – je nach Auslegung, ob es sich bei den Agencies um Institute handelt – auch ein 30%-Risikogewicht gemäß Art. 119 CRR denkbar ist. Aufgrund der Heterogenität und Besonderheiten der französischen Agencies ist eine solche Zuordnung nicht (immer) eindeutig möglich, sondern auslegungsbedürftig.

Fitch II: Auch 16 lokale und Gebietskörperschaften sowie die EFSF mit Downgrade
Fitch hat darüber hinaus die Bonitätsstufen von 16 französischen lokalen und regionalen Gebietskörperschaften an das Rating Frankreichs angeglichen und dieses ebenfalls auf A+ (Ausblick: stabil) gesenkt. Aus unserer Sub-Sovereign-Coverage betrifft dies die Region Okzitanien sowie die Île-de-France (IDF), welche wir neben der Gebietskörperschaft Ville de Paris (VDP) im Rahmen unseres bald erscheinenden NORD/LB Public Issuers Special – Beyond Bundesländer näher beleuchten. Auch die EFSF konnte sich der „Downgrade-Lawine" nicht entziehen, ihr Rating wurde ebenfalls auf A+ bei stabilem Ausblick angepasst.

SFIL präsentiert Zwischenbericht – Exportkredite für Verteidigungssektor wachsen
Die Société de Financement Local (SFIL, Ticker: SFILFR) hat ihren Halbjahresbericht vorgestellt. Wie der Pressemitteilung zu entnehmen ist, konnte das Institut seine Nettoerträge trotz gestiegener Refinanzierungskosten gegenüber dem H1/2024 um +10% auf EUR 113 Mio. steigern. Die operativen Aufwendungen stiegen indes im Vergleich zu H1/2024 aufgrund von Einmaleffekten um rund +5% auf EUR 60 Mio. Nach Abzug von Steuern und Risikovorsorge belief sich das Nettoergebnis schlussendlich auf EUR 34 Mio. (H1/2024: EUR 31 Mio.). Während der Umfang der Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor gegenüber H1/2024 um -28% auf EUR 2 Mrd. zurückging, sich im Vergleich zu den Vorjahren auf überdurchschnittlich hohem Niveau befände, trugen v.a. die Aktivitäten rund um die Kreditfinanzierung von Ausfuhrgeschäften in H1/2025 ausschließlich im Bereich des Verteidigungssektors, zum Geschäftsergebnis bei. Demnach habe SFIL im I. Halbjahr zwei Transaktionen i.H.v. EUR 2,1 Mrd. (H1/2024: EUR 1,7 Mrd.) unterzeichnet, die zum Abschluss von Exportverträgen im Wert von EUR 3,1 Mrd. führten. Seit Beginn ihrer Geschäftstätigkeiten im Bereich der Exportfinanzierung 2015 habe SFIL damit 35 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von EUR 20,6 Mrd. finanziert – davon laut eigener Aussage EUR 9,8 Mrd. und somit *knapp die Hälfte* zur Unterstützung von Exporten des Verteidigungssektors. Auch die Aussichten in diesem Segment blieben für das II. Halbjahr positiv: So befänden sich Ende H1/2025 175 Projekte verbunden mit einem potenziellen Finanzierungsvolumen i.H.v. EUR 69 Mrd. in der Prüfung, davon 30% aus dem Verteidigungssektor. Bereits seit längerer Zeit ist zu beobachten, dass die Finanzierung von Verteidigungsprojekten eine präsentere Rolle bei der Kreditvergabe europäischer Banken einnimmt und einzelne Institute ihre dahingehende Zurückhaltung (zumindest teilweise) ablegen. Dabei scheinen v.a. französische Institute die Flucht nach vorn anzutreten: Erst kürzlich hatte beispielsweise die Groupe BPCE ihre erste Anleihe unter dem neu eingeführten Label „European Defence Bond" begeben. Und auch SFIL scheint ihre Aktivitäten im Bereich der Exportfinanzierung von Verteidigungsgütern auszubauen, zumindest aber öffentlichkeitswirksamer darzulegen.

Neuer Emittent in unserer Coverage: OPEC Fund for International Development
Mit dem OPEC Fund for International Development (Ticker: OFIDEV) konnten wir letzte Woche einen neuen Emittenten am SSA-Primärmarkt begrüßen. Aufgabe des multilateralen Entwicklungsinstituts mit globalem Mandat ist die Bereitstellung finanzieller Mittel zur Förderung von Projekten *in Nicht-Mitgliedsstaaten*, u.a. in den Bereichen Gesundheitsversorgung, Infrastruktur und Bildung. Auch wenn der OPEC-Fonds 1976 von den Mitgliedstaaten der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) gegründet wurde, stimmen deren Mitglieder nicht (vollständig) mit denen der OPEC überein. Seit 2023 hat der OPEC-Fonds USD 2,2 Mrd. mittels öffentlicher Benchmarks sowie Private Placements an den Kapitalmärkten aufgenommen. Das Funding erfolgte größtenteils in US-Dollar, jedoch ist OFIDEV – wie die Emission der ersten EUR-Benchmark zeigt – offen für andere Währungen. Für Anleihen der OFIDEV ergibt sich gemäß CRR u.E. ein Risikogewicht von 20%. Daraus leiten wir für die LCR-Einstufung eine Klassifizierung als Level 2A-Asset ab.

Primärmarkt XXL

Während unsere Wochenpublikation aufgrund der NORD/LB Kapitalkonferenz pausierte, ging es am SSA-Primärmarkt bemerkenswert dynamisch zu. Dabei waren es v.a. Emittenten aus Deutschland, die das Emissionsgeschehen maßgeblich prägten. Den Auftakt machte unmittelbar nach Redaktionsschluss unserer letzten Ausgabe die Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER). Im Rahmen dieses Konstrukts schlossen sich fünf Sub-Sovereigns zusammen, um gemeinschaftlich einen Länderjumbo im Umfang von EUR 1 Mrd. (10y) zu begeben. Der Deal ging guidancegemäß zu ms +35bp über die Bühne, ein Orderbuch wurde nicht veröffentlicht. Im Anschluss folgten weitere (alleinige) Emissionen von Emittenten aus dem deutschen Ländersegment: Während Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR) mittels Green Bond EUR 800 Mio. (10y) zu ms +30bp (Guidance: ms +34bp area, Orderbuch: EUR 2,5 Mrd.) und der Freistaat Thüringen (Ticker: THRGN) EUR 500 Mio. (10y) guidancegemäß zu ms +34bp einsammelten, wählte der Freistaat Sachsen (Ticker: SAXONY) eine kürzere Laufzeit (7y) für seine Emission. Platziert wurden EUR 500 Mio. zu ms +28bp (Guidance: ms +28bp, Bid-to-cover-Ratio: 1,3x). Die Freie und Hansestadt Hamburg (Ticker: HAMBRG) ging demgegenüber mit einem vierjährigen Bond auf die Investoren zu und sammelte EUR 500 Mio. zu ms +13bp ein (Orderbuch: EUR 1,1 Mrd.) Kurz vor Beginn des Oktoberfests versorgte sich außerdem die Stadt München (Ticker: MUENCH) erneut mit Liquidität. Mittel der Wahl war hier erstmals eine Benchmark i.H.v. EUR 500 Mio. (9y). Bei einer Guidance von ms +58bp füllte sich das Orderbuch auf rund EUR 7,9 Mrd., sodass eine Einengung um vier Basispunkte möglich war. Auch Vertreter aus dem Lager der deutschen Förderbanken – konkret die NRW.BANK (Ticker: NRWBK) sowie die KfW (Ticker: KFW) – zeigten sich im Betrachtungszeitraum auf dem Parkett. Platziert wurden EUR 1,5 Mrd. (10y) zu ms +38bp (Bid-to-cover-Ratio: 1,6x) respektive EUR 3 Mrd. (5y) zu ms +11bp (Bid-to-cover-Ratio: 9,0x). Wir bleiben bei den Agencies, schauen allerdings auf die Aktivitäten in unseren Nachbarländern, wo sich jeweils ein Emittent aus den Niederlanden, Österreich und Frankreich aus der Deckung wagte: Während der niederländische Kommunalfinanzierer Nederlandse Waterschapsbank (Ticker: NEDWBK) in der vergangenen Woche EUR 1 Mrd. (7y) in Gestalt eines Water Bonds zu ms +31bp (Guidance: ms +34bp area) begab, folgte am vergangenen Dienstag die französische Action Logement Services (Ticker: ALSFR) mit der Emission eines Sustainability Bonds (10y) im Umfang von EUR 1 Mrd. Das Pricing erfolgte zu OAT +27bp (entsprach circa ms +102bp). Aus Österreich zeigte sich die ASFiNAG (Ticker: ASFING) mit einer Dual Tranche am Markt: Der Autobahnbetreiber deckte seinen Finanzierungsbedarf durch die Platzierung von EUR 500 Mio. (5y) zu ms +19bp sowie EUR 1 Mrd. (10y) zu ms +49bp. Die Orderbücher beliefen sich auf EUR 5,8 Mrd. bzw. EUR 9,3 Mrd. Jenseits des Atlantiks nutzten zwei kanadische Emittenten die Gunst der Stunde. Dabei entschieden sich sowohl die Provinz Saskatchewan (Ticker: SCDA) als auch der Pensionsfonds CDP Financial (Ticker: CADEPO) für die Emission von EUR 1 Mrd. (10y). Das Pricing erfolgte zu ms +64bp (Guidance: ms +66bp area) respektive ms +59bp (Guidance: ms +62bp area). Nägel mit Köpfen machte außerdem der australische Bundesstaat Victoria (Ticker: TCV) und platzierte EUR 2 Mrd. (15y) zu ms +82bp (Guidance: ms +85bp area, Orderbuch: EUR 17 Mrd.). Die EU entschied sich bei ihrer Emission am 09. September indes für eine Dual Tranche. Der kürzer laufende EUR 5 Mrd. schwere Bond (5y) startete mit einer Guidance von ms +24bp area in die Vermarktungsphase und konnte final zu ms +22bp emittiert werden (Orderbuch: EUR 92 Mrd., Bid-to-cover-Ratio: 18,4x). Die Anleihe im Umfang von EUR 6 Mrd. (30y) konnte dank des ebenfalls prall gefüllten Orderbuchs i.H.v. EUR 107 Mrd. schließlich zwei Basispunkte enger gegenüber der Guidance zu ms +119bp platziert werden.

Primärmarkt (fortgesetzt)

Mit der European Investment Bank (Ticker: EIB) sorgte im Betrachtungszeitraum außerdem ein Supranational für Nachschub im ESG-Segment. Mittel der Wahl war die Platzierung eines Climate Awareness Bonds (CAB, 10y), mit dem frisches Kapital i.H.v. EUR 5 Mrd. zu ms +19bp (Guidance: ms +21bp area) eingesammelt wurde. Das finale Orderbuch betrug dabei stolze EUR 50,5 Mrd., sodass der Deal mehr als zehnfach überzeichnet war. Sein Debüt am SSA-Primärmarkt feierte indes der OPEC Fund for International Development (Ticker: OFIDEV), der ebenfalls im ESG-Segment aktiv war und mit einem Sustainability Bonds (EUR 500 Mio., 5y) auf die Investoren zuging. Zum Ende der Vermarktungsphase füllte sich das Orderbuch auf EUR 9 Mrd. und der Deal ging zu ms +46bp (Guidance: ms +50bp area) über die Bühne. Darüber hinaus haben wir außerdem eine Subbenchmark auf dem Notizzettel: Das Land Hessen (Ticker: HESSEN) entschied sich für einen Bond mit variabler Verzinsung und einer Laufzeit von drei Jahren, das Pricing erfolgte final zu +9bp gegenüber dem Sechs-Monats-Euribor. Am vergangenen Montag waren die Blicke darüber hinaus erneut in Richtung EU gerichtet, die im Zuge ihrer dritten Anleiheauktion in H2/2025 drei ihrer Anleihen aufstockte – erstmalig nun auch mit dem von Staatsanleihen bekannten Prinzip der „greenshoe option“ (Mehrzuteilungsoption). Bei entsprechend hoher Nachfrage ist es der Kommission damit möglich, am Tag nach der Bondauktion 20% des ursprünglich zugeteilten Volumens als zusätzliches Kapital an die Primärhändler zu allokieren. Dabei wurde das Volumen der 2028er-Anleihe (Kupon: 3,125%) um rund EUR 2,1 Mrd. erhöht. Der 2035er-Bond (Kupon: 3,375%) wurde um knapp EUR 1,7 Mrd. sowie das grüne 2048er-Wertpapier (Kupon: 2,625%) um rund EUR 1,3 Mrd. im Volumen vergrößert. Die Bid-to-Cover-Ratios lagen bei 1,33x, 1,43x sowie 1,26x. Aufgrund der erfolgten Neumandatierung erwarten wir darüber hinaus in Kürze folgende Transaktion auf den Bildschirmen: Die niederländische Entwicklungsförderbank Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO, Ticker: NEDFIN) beabsichtigt die erstmalige Emission eines Social Bonds (5y) unter ihrem kürzlich aktualisierten Framework mit einem Volumen von EUR 500 Mio. (WNG).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
CADEPO	CA	23.09.	XS319235957	10.0y	1.00bn	ms +59bp	- / - / AAA	-
KFW	DE	23.09.	DE000A460AK5	5.1y	3.00bn	ms +11bp	- / Aaa / AAA	-
ALSFR	FR	23.09.	FR0014012V68	10.2y	1.00bn	ms +102bp	A+ / Aa3 / -	X
TCV	Other	22.09.	XS3192255449	15.0y	2.00bn	ms +82bp	AA+ / Aa2 / AA	-
BADWUR	DE	22.09.	DE000A3H2556	10.0y	0.80bn	ms +30bp	- / - / AA+	X
MUENCH	DE	18.09.	DE000A460N04	9.0y	0.50bn	ms +50bp	- / - / -	-
HAMBRG	DE	18.09.	DE000A3MQTG0	4.0y	0.50bn	ms +13bp	AAA / - / -	-
NEDWBK	NL	17.09.	XS3187827251	7.0y	1.00bn	ms +31bp	- / Aaa / AAA	X
NRWBK	DE	17.09.	DE000NWB9171	10.0y	1.50bn	ms +38bp	AAA / Aa1 / AA	-
OFIDEV	SNAT	17.09.	XS3187630036	5.0y	0.50bn	ms +46bp	AA+ / - / AA+	X
ASFING	AT	16.09.	XS3187006211	10.3y	1.00bn	ms +49bp	- / Aa1 / AA+	-
ASFING	AT	16.09.	XS3187006302	4.5y	0.50bn	ms +19bp	- / Aa1 / AA+	-
EIB	SNAT	10.09.	EU000A4EG781	5.4y	0.50bn	ms +19bp	AAA / Aaa / AAA	X
SCDA	CA	09.09.	XS3186899970	10.0y	1.00bn	ms +64bp	AAu / Aa1 / AA	-
THRGN	DE	10.09.	DE000A460B73	10.0y	0.50bn	ms +34bp	AAA / - / -	-
EU	SNAT	09.09.	EU000A4EG039	30.1y	6.00bn	ms +119bp	AAA / Aaa / AA+	-
EU	SNAT	09.09.	EU000A4EG021	5.1y	5.00bn	ms +22bp	AAA / Aaa / AA+	-
SAXONY	DE	04.09.	DE0001789428	7.0y	0.50bn	ms +28bp	- / - / AAA	-
LANDER	DE	03.09.	DE000A4DFWW1	10.0y	1.00bn	ms +35bp	AAA / - / -	-

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

Covered Bonds
Der Ratingansatz von Morningstar DBRS

Autoren: Alexander Grenner // Lukas Kühne // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Morningstar DBRS-Ratingansatz für Covered Bonds

Den am 10. September veröffentlichten *Request for Comments* zu den vorgeschlagenen Änderungen an der Covered Bond-Ratingmethodik von Morningstar DBRS (DBRS) wollen wir zum Anlass nehmen, um den aktuellen Ratingansatz einmal schematisch vorzustellen und die möglichen Auswirkungen der Anpassung zu erörtern. DBRS zählt gemeinsam mit S&P, Fitch, Moody's und Scope zu den fünf „External Credit Assessment Institutions" (ECAI), welche im Rahmen des „Eurosystem Credit Assessment Framework" (ECAF) aufgeführt werden und bewertet weltweit 53 Covered Bond-Programme.

Covered Bond-Ratings: Morningstar DBRS arbeitet mit vier Bausteinen

Der DBRS-Ansatz basiert auf vier Bausteinen. Zuerst wird auf die Reference Entity (RE) abgestellt. Entsprechend leitet sich im ersten Baustein der Covered Bond Attachment Point (CBAP) aus dem Critical Obligations Rating (COR) oder dem Long Term Senior Debt Rating der Reference Entity (RE-LTSDR) ab. Liegt kein LTSDR vor, kann alternativ auch auf das Long Term Issuer Rating des Emittenten zurückgegriffen werden. Beim zweiten Baustein bewertet DBRS das spezifische Legal and Structuring Framework (LSF). Als Ergebnis erhält DBRS eine für das Programm geltende Bewertung des Rahmenwerks mit den Ausprägungen Very Strong, Strong, Adequate, Average und Modest. Aufbauend auf dem CBAP als Ankerpunkt für die Ratingeinstufung und der Bewertung des LSF wird die Qualität des Cover Pools (CP) evaluiert, um daraus die Wahrscheinlichkeit abzuleiten, dass die Covered Bonds in Übereinstimmung mit den Anleihebedingungen bedient werden. Das Ergebnis beschreibt die LSF-Likelihood, welche als Zwischenschritt bei der Ratingerstellung zu verstehen ist, auf dem der Baustein vier aufbaut. Dies ist die Verwertungsanalyse, bei der DBRS eine Cashflow-Simulation durchführt, um den Anteil der erhaltenen Kapitalzahlungen zu bestimmen.

Baustein eins: Covered Bond Attachment Point (CBAP) berücksichtigt drei Regime

Der CBAP spezifiziert die Kreditstärke der RE. Als Ausgangsbasis dient eine langfristige Risikoeinstufung der RE (entweder des COR, Senior Unsecured oder Issuer Ratings). Diese kann unter bestimmten Bedingungen angepasst werden. So ändern sich Ausgangsbasis und mögliche Notch-Anpassungen in Abhängigkeit von Rechtsrahmen und systemischer Relevanz von Programm und RE. Dabei sind drei Regime zu unterscheiden: i) Europäische Programme, für deren RE die Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) Anwendung findet. ii) Programme, für deren RE nach Auffassung von DBRS ein dem BRRD äquivalentes Abwicklungsregime Anwendung findet und iii) Programme, für deren RE weder das eine noch das andere Anwendung findet. Für den Fall i) werden RE, die über ein zugewiesenes COR verfügen, bewertet. Das COR bezieht sich auf das Ausfallrisiko für Verpflichtungen, für die es wahrscheinlicher ist, dass sie vom Bail-in ausgenommen werden und im Falle der Abwicklung in der Bank verbleiben als andere Senior Unsecured Obligations. Sofern DBRS hier Covered Bonds entweder als für den Heimatmarkt von hoher Relevanz oder für den Emittenten von hoher strategischer Bedeutung ansieht, wird der CBAP dem COR gleichgesetzt. Sonst entspricht das CBAP dem COR abzüglich eines Notches, wobei das RE-LTSDR die Untergrenze des CBAP markiert.

Bezug zur Bedeutung der Covered Bonds für den Heimatmarkt
Existiert kein COR, wird bei hoher Relevanz von Covered Bonds für Heimatmarkt und/oder Emittenten der CBAP dem RE-LTSDR plus einem Notch gleichgesetzt. Sonst entspricht der CBAP dem RE-LTSDR. Für ii) wird zwischen RE unterschieden, die systemrelevant sind, und denjenigen, auf die dies nicht zutrifft. Für erstere setzt DBRS den CBAP mit dem RE-LTSDR unter Berücksichtigung eines möglichen Uplifts um bis zu zwei Notches gleich, sofern Covered Bonds als wichtig für den Heimatmarkt gelten oder das Programm strategisch für die RE ist. Sonst setzt DBRS den CBAP mit dem RE-LTSDR, zuzüglich eines möglichen Uplifts um lediglich einen Notch, gleich.

Keine systemische Relevanz, aber hohe Bedeutung für den Heimatmarkt
Bei nicht gegebener Systemrelevanz der RE, aber hoher Bedeutung von Covered Bonds für den Heimatmarkt, kann sich für den CBAP ebenfalls eine Einstufung von RE-LTSDR plus ggf. einem Notch ergeben. Sonst wird der CBAP mit dem RE-LTSDR gleichgesetzt. Im Fall iii) wird schließlich für RE, die nicht unter die BRRD oder ein äquivalentes Regime fallen, der CBAP mit dem RE-LTSDR gleichgesetzt.

Weitere Bausteine
Der zweite Baustein zielt auf die Klassifizierung des für den Covered Bond relevanten Legal and Structuring Frameworks (LSF) ab. Die Bewertung begrenzt dabei die Zahl der möglichen Uplifts ausgehend vom CBAP und bezieht sich auf i) die Robustheit der Abgrenzung des Deckungsstocks, ii) den Zugang zu den Cash Flows des Cover Pools auf präferierter und zeitnaher Basis, die Notwendigkeit und Möglichkeit den Cover Pool zu liquidieren inklusive der Wahrscheinlichkeit systemischer Unterstützung sowie iii) die Notfallpläne einschließlich der möglichen Beteiligung von Regulierungsbehörde bzw. Zentralbank, um die Übertragung des Deckungsstocks zu erleichtern und Unterstützung der Regulatoren für den Covered Bond-Markt. Als Ergebnis wird das LSF-Assessment spezifiziert, das die Ausprägungen Very Strong, Strong, Adequate, Average und Modest einnehmen kann. Auch die LSF-Likelihood (LSF-L), die die Wahrscheinlichkeit ausdrückt, dass Covered Bond-Investoren gemäß der Anleihebedingungen bedient werden, zählt zum zweiten Baustein. Der dritte Baustein, das Cover Pool Credit Assessment, geht der Frage nach, ob der Deckungsstock die fristgerechte Zahlung von Zins und Tilgung leisten kann. DBRS sieht Ausnahmen vor, bei denen eine Bewertung nicht erforderlich ist: i) DBRS verfügt nicht über eine auf die Cover Assets anwendbare Methodik oder ii) das LSF-L entspricht dem CBAP und eine Anhebung des Ratings über das LSF-L hinaus ist aufgrund der geringen Recovery-Aussichten nicht möglich. In diesen speziellen Fällen entspricht das Covered Bond-Rating daher dem CBAP. Darüber hinaus wird der dritte Baustein als das Ratingstress-Szenario betrachtet, dem die Struktur angesichts der von DBRS zugestandenen vorhandenen Überbesicherung (OC) standhalten kann.

Zusammenführung von CBAP, LSF und Cover Pool Credit Assessment
Die LSF-L ergibt sich als Wahrscheinlichkeit dafür, dass Investoren gemäß den Anleihebedingungen bedient werden. Die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten des Ausfallereignisses für einen Covered Bond ist integraler Bestandteil der Risikobewertung von Morningstar DBRS. Grundsätzlich tritt dieses Ereignis aufgrund des Dual Recourse nur dann ein, wenn sowohl der Ausfall für den Emittenten als auch für den Cover Pool eingetreten ist. Es wird ferner ein positiver linearer Zusammenhang zwischen dem Ausfall des Emittenten und dem Ausfall des Cover Pools unterstellt. Das heißt, es wird ein Korrelationskoeffizient $\rho>0$ angenommen. Neben dem Korrelationskoeffizienten gehen außerdem die Ergebnisse aus den ersten drei Bausteinen in die Kalkulation ein.

Ausfallwahrscheinlichkeit von RE und Cover Pool
So wird die Ausfallwahrscheinlichkeit der RE durch den CBAP beschrieben, während die Ausfallwahrscheinlichkeit des Cover Pools auf das Cover Pool Credit Assessment zurückzuführen ist. Das LSF-Assessment geht über den Parameter α ebenfalls in die Berechnung mit ein, wobei hier den fünf möglichen Ausprägungen Werte zugeordnet werden, die für die Wahrscheinlichkeit stehen, dass die Investoren nicht den vollen Nutzen aus dem Deckungsstock ziehen können oder, dass die Erlöse nicht ausreichend schnell fließen, um einen Ausfall des Bonds zu vermeiden.

Erwartung über eine Werterholung durch die Qualität des Cover Pools
Im vierten Baustein schafft Morningstar DBRS die Möglichkeit, ein bis zu zwei Notches umfassendes Uplift des Ratings vorzunehmen, sofern die Analyse des Deckungsstocks indiziert, dass dieser eine nennenswerte Unterstützung bedeuten bzw. hohe Wiedereinbringungsquoten im Fall des Ausfalls des Covered Bonds generieren würde. Nachfolgend werden die Bausteine tabellarisch zusammengefasst.

Morningstar DBRS-Methodologie Covered Bonds: Vier Bausteine in der Übersicht

Building block		Major components
I.	Covered bond attachment point (CBAP)	▪ Designates the credit strength of the RE ▪ European covered bond programmes where RE is subject to the BRRD: a. With critical obligations rating (COR); CBAP = [COR] or max([COR -1];[RE-LTSDR]) b. Without COR: LT senior debt rating RE; CBAP = [RE-LTSDR+1] or [RE-LTSDR] ▪ Covered bond programs where the RE is subject to "BRRD-equivalent" regime: a. RE systemically important: CBAP = [RE-LTSDR+ up to 2] or [RE-LTSDR+ up to 1] b. RE not systemically important: CBAP = [RE-LTSDR+ up to 1] or [RE-LTSDR] ▪ Covered bond programs where the RE is neither subject to the BRRD nor subject to "BRRD-equivalent" regime: CBAP = [RE-LTSDR] a. Canadian REs: CBAP = LT senior debt rating
II.	Legal and structuring framework (LSF) and LSF-L	▪ Likelihood that payment obligations could be smoothly and efficiently transferred ▪ Review of dedicated covered bond legislation ▪ Prerequisite: covered bonds do not automatically default ▪ Ability and willingness of the regulator to support ▪ Likelihood that CB holders will be repaid according to the terms (LSF-L) ▪ Analysis of the terms of each CB programme and the structuring features
III.	Cover Pool Credit Assessment	▪ Estimation of PD and LGD, analysis of stressed asset cash flows ▪ Accounts for timing of RE discontinuing its payments ▪ Cover pools with public sector exposures may deserve a different type of analysis (high correlation between the PSEs and the sovereign in which the cover assets are concentrated) ▪ Where applicable, downscaling of OC by reference to the minimum observed OC during the past 12m
IV.	Recovery Prospects	▪ DBRS may give up to two notches uplift from the LSF-L ▪ Application of cash flow simulation aimed at covering the cost of funding under stress scenario

Quelle: Morningstar DBRS, NORD/LB Floor Research

Vorgeschlagene Anpassungen der Ratingmethodik implizieren Ratingupdates

Die vorgeschlagenen Änderungen an der Ratingmethodik beziehen sich vorwiegend auf technische Änderungen, die generelle Struktur des Ratingprozesses (wie zuvor beschrieben) bleibt dabei aber weiterhin erhalten. Eine der wichtigsten Änderungen bezieht sich auf die Bestimmung der Liquidationserlöse im Fall eines Zahlungsausfall des Emittenten. Zukünftig sollen die zugrunde gelegten Market Value Spreads (MVS) auf den historischen Spreads von Covered Bonds am Sekundärmarkt basieren. Darüber hinaus soll eine neue Zinskurve zur Bestimmung der Barwerte der Cashflows aus den Deckungswerten herangezogen werden. Ergänzend wird Morningstar DBRS im Fall eines Ausfallszenarios des Covered Bond-Emittenten zukünftig davon ausgehen, dass die Verpflichtungen aus den emittierten gedeckten Anleihen weiterhin bedient werden, solange von der Fortführung der Unternehmenstätigkeit des Emittenten ausgegangen werden kann (Going Concern). Des Weiteren plant DBRS das Credit Rating der EU in ihrem Legal and Structuring Framework für Covered Bonds zu berücksichtigen. Inhaltlich wird der Ratingansatz um die Integration des MVS von acht weiteren Ländern aus den Regionen Europa und Asien/Pazifik erweitert sowie das Vorgehen bei der Ratingvergabe bei vorliegenden Swap-Vereinbarungen spezifiziert. Die vorgeschlagenen Änderungen sollen laut DBRS zu Ratingveränderungen bei weniger als fünf Programmen in einer Größenordnung von ein bis zwei Notches führen. In Bezug auf die erforderlichen Übersicherungsquoten für eine spezifische Ratingeinstufung prognostizieren die Ratingexperten, dass diese nach den Änderungen der Ratingmethodik sinken werden. Bis zum 10. Oktober haben Marktteilnehmer noch die Möglichkeit, Stellung zu den vorgeschlagenen Änderungen an der Covered Bond-Ratingmethodik zu nehmen.

SSA/Public Issuers
Teaser: Beyond Bundesländer – Großraum Paris (IDF/VDP)

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIIA // Tobias Cordes, CIIA

Public Issuers Special – Beyond Bundesländer: Großraum Paris (IDF/VDP) aktualisiert
Nachdem wir Anfang des Jahres bereits ein Update zu unserer etablierten Publikation Beyond Bundesländer: Belgien veröffentlicht haben, folgt zeitnah auch die Aktualisierung unserer Ausgabe von Beyond Bundesländer: Großraum Paris (IDF/VDP), in der wir erneut einen detaillierten Blick auf die kapitalmarktrelevante französische Region Île-de-France (IDF) sowie die Gebietskörperschaft Ville de Paris (VDP) werfen. Beide Emittenten stellen insbesondere für ESG-Investoren eine interessante Anlagealternative dar und stehen darüber hinaus Private Placements sowie anderen Nischenprodukten zur Refinanzierung wie beispielsweise Schuldscheindarlehen (SSD) aufgeschlossen gegenüber.

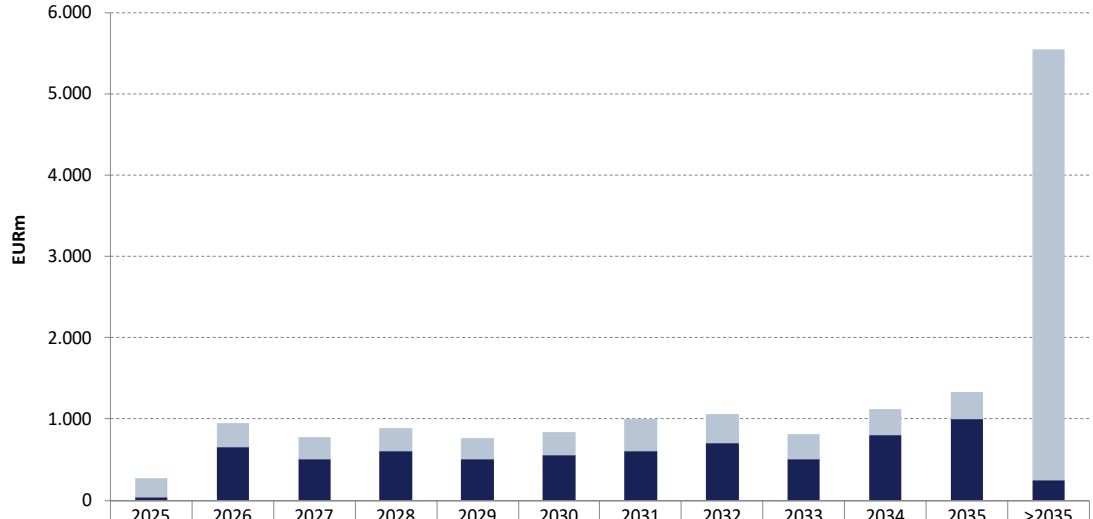
Île-de-France (IDF) und Ville de Paris (VDP) – der Ballungsraum um die Hauptstadt
Die Ville de Paris, das Zentrum der Île-de-France, kann mit rund 2,0 Mio. Einwohnern als eine der bedeutendsten Städte Europas bezeichnet werden. Die Region Île-de-France umschließt den Ballungsraum um die Hauptstadt. Mit nur 2% der Gesamtfläche Frankreichs ist die IDF zwar flächenmäßig die zweitkleinste Region, mit ca. 18% der Gesamtbevölkerung allerdings die mit Abstand bevölkerungsreichste. Die 12,5 Mio. Einwohner verteilen sich dabei auf acht Départements. Dank einer Vielzahl an Sehenswürdigkeiten, einer geschichtsträchtigen Kultur und zweier großer Naturschutzgebiete ist die gesamte Île-de-France ein Touristenmagnet. Im Jahr 2024 erlebte der Tourismus dank der Olympischen Sommerspiele einen starken Aufschwung: Insgesamt 48,7 Mio. Reisende besuchten die Region rund um Paris, davon allein 7,1 Mio. während des sportlichen Großereignisses – dies entsprach einem Anstieg um +11% im Vergleich zum Vorjahr. Damit war Paris laut *Euromonitor International* zum vierten Mal in Folge das beliebteste Städte-Reiseziel der Welt.

Wirtschaftliche Lage im Großraum Paris
Neben ihrer kulturellen und politischen Bedeutung stellt die Île-de-France auch das wirtschaftliche Zentrum Frankreichs dar und zählt bezogen auf die Anzahl der dort niedergelassenen Unternehmen zu den größten Wirtschaftsclustern des Kontinents. Der Großraum Paris hat mit zehn Unternehmen zudem die höchste Konzentration an Unternehmen aus dem Fortune Global 500 innerhalb der EU. Das nominale BIP der IDF lag 2023 bei EUR 860 Mrd. (2022: EUR 784 Mrd.) und machte rund 30% der gesamten französischen Wirtschaftsleistung aus. Damit war das BIP der IDF höher als z.B. jenes von Österreich und entsprach 4,9% des gesamten BIP der EU. Mit einem BIP pro Kopf von EUR 69.288 im Jahr 2023 stellte die IDF auch die wohlhabendste Region Frankreichs dar, welches deutlich über dem nationalen Durchschnitt von EUR 41.317 lag. Der wichtigste Wirtschaftszweig im Großraum Paris ist das Finanz- und Versicherungswesen, welcher rund 40% der regionalen Wertschöpfung ausmacht. An zweiter Stelle stehen Handel, Verkehr und Gastgewerbe mit einem Anteil von 19%. Das im nationalen Vergleich überdurchschnittliche Wachstum der IDF und VDP im Jahr 2023 ist maßgeblich auf diesen Wirtschaftszweig zurückzuführen, welcher gegenüber 2020 insbesondere von Nachholeffekten im Tourismus profitierte und um +40% bzw. +75% wuchs (Frankreich: +30% vs. 2020).

Ausstehendes Volumen erneut gestiegen

Bei den im Fokus stehenden Tickern – IDF und VDP – handelt es sich natürlich nicht um alle französischen Regionen. Es sind auch diverse andere Gebietskörperschaften oder regionale Vehikel bzw. Agencies am Kapitalmarkt aktiv [z.B. Auvergne-Rhône-Alpes (REGRHO), Okzitanien (OCCTNE), Pays de la Loire (PDLL), MARSE (Stadt Marseille) oder CUDM (Communauté Urbaine Marseille Provence Métropole)]. Nichtsdestoweniger stehen in unserer engen und relevanten Abgrenzung mittlerweile 86 Bonds aus. Das deutet auf eine gewisse Granularität der Regionalanleihen aus dem Großraum Paris hin: Insgesamt beläuft sich das ausstehende Volumen auf EUR 15,4 Mrd. Fremdwährungen sind lediglich durch einen in JPY-denominierten Bond (IDF) repräsentiert, dementsprechend hat das FX-Segment kaum Anteil an der Zusammenstellung der Verbindlichkeiten. Ende 2020 waren hier noch mehr Anleihen in Fremdwährung von der IDF zu verzeichnen (AUD). Dementsprechend wird nahezu ausschließlich über die Laufzeiten und kaum über Währungen diversifiziert. Dabei werden rund EUR 5,5 Mrd. erst nach 2035 fällig, was eine sehr langfristig gewählte Refinanzierung nahelegt, wenngleich der Großteil der Fälligkeiten der VDP zuzuordnen ist. Einen weiteren Twist gibt es ebenfalls noch: Alle zehn Benchmarkanleihen gehören zum Ticker IDF, sodass EUR 6,3 Mrd. der ausstehenden EUR 6,7 Mrd. als großvolumig und liquide zu bezeichnen sind. VDP hingegen weist ein ausstehendes Volumen i.H.v. EUR 8,7 Mrd. auf, welches sich auf 71 ISINs verteilt.

Ausstehende Anleihen französischer Emittenten (IDF und VDP)



	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	>2035
VDP	240	286	275	290	266	290	395	365	320	320	330	5.299
IDF	35	660	500	599	500	550	600	700	500	800	1.000	250

Anm.: Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen vom 23. September 2025.
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

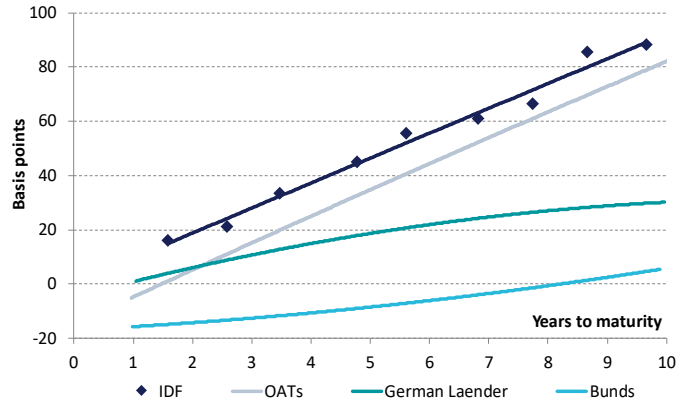
Regionen und Gebietskörperschaften profitieren von Veränderungen in der Regulatorik

Mitte Juni 2024 hat die französische Finanzmarktaufsichtsbehörde Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), welche operativ direkt der Banque de France unterstellt ist, entschieden, dass zukünftig Risikopositionen gegenüber französischen Sub-Sovereigns regulatorisch so zu behandeln sind wie Exposure gegenüber dem französischen Zentralstaat. Nach dem Standardansatz der CRR ergeben sich für Risikopositionen gegenüber der IDF und VDP somit ein Risikogewicht von 0%. Daraus lässt sich gemäß der LCR zudem eine Level 1-Klassifizierung ableiten. Eine präferierte Einstufung im Rahmen von Solvency II bestand hingegen bereits vorher.

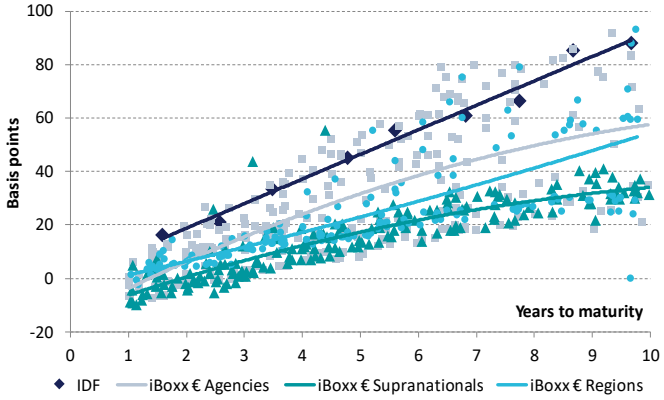
IDF vs. iBoxx € Regions und deutsche Länder

Verglichen mit dem iBoxx € Regions und dem iBoxx € Agencies handeln die Bonds der IDF, die als einzige der beiden in der Publikation betrachteten Emittenten EUR-Benchmarks ausstehend hat und daher für eine Spreadanalyse in Frage kommt, über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg mit Aufschlägen. Am langen Ende (Laufzeit: zehn Jahre) beträgt die Risikoprämie gegenüber der Agency-Kurve circa +30bp, während der Pick-up gegenüber den Regionen bei +33bp notiert. Im mittleren Laufzeitspektrum von fünf Jahren liegt der Spread im Vergleich zu den beiden genannten Indizes hingegen etwas niedriger. Deutlicher fallen die Unterschiede gegenüber Supranationals aus: Vor dem Hintergrund des durchschnittlich noch besseren Ratings und der i.d.R. deutlich höheren Liquidität der Bonds dieser regelmäßigen Emittenten ist dies wenig überraschend. Entsprechendes gilt auch im Vergleich zu deutschen oder französischen Staatsanleihen sowie gegenüber deutschen Ländern. Insgesamt weist die IDF als alleiniger Benchmarkemittent, verglichen mit ihren Peers, die weitesten Spreads auf und könnte so – bei eingeschränkter Liquidität – Pick-up für Investoren generieren.

Generische ASW-Spreads im Vergleich



ASW-Spreads französischer Emittenten vs. iBoxx



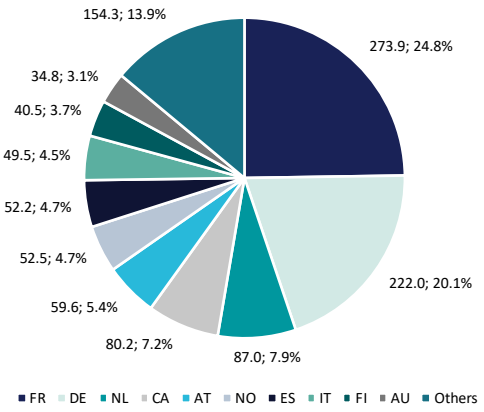
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Daten vom 23. September 2025

Fazit

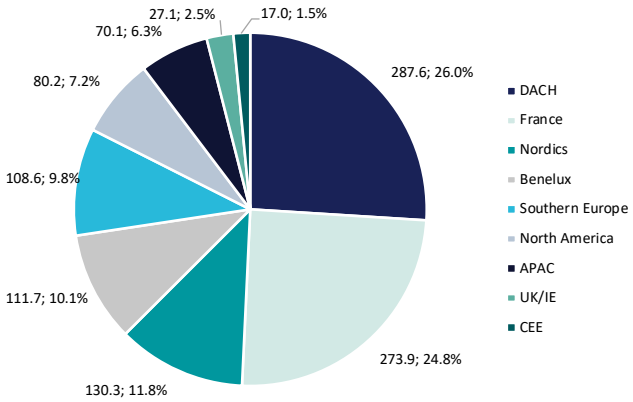
Die IDF hat sich in den letzten Jahren zunehmend stärker am Kapitalmarkt etabliert. Aufgrund ihrer Aktivitäten im ESG-Segment einhergehend mit ausstehenden Green und Sustainability Bonds bietet sie gerade auch ESG-Investoren eine interessante Anlageoption. Des Weiteren verfügt die IDF über starke wirtschaftliche Rahmenbedingungen und qualifiziert sich für Ratings von Moody‘s und Fitch auf den Levels Aa3 bzw. A+. Als RGLA sind Rating und Ausblick der IDF und VDP allerdings untrennbar mit dem des französischen Staates verknüpft. Das jüngste Downgrade Frankreichs ist nach unserem Dafürhalten vor dem Hintergrund der hohen Haushaltsdefizite und der voraussichtlich weiter steigenden Verschuldung nachvollziehbar. Hinzu kommt die anhaltende politische Instabilität, die zukunftsorientierte Entscheidungen und Reformen nahezu unmöglich erscheinen lässt. Trotz der Negativschlagzeilen auf nationaler Ebene bewerten wir die Anpassungen im regulatorischen Umfeld im Kontext der Entscheidung der ACPR als durchweg positiv. Eine Risikogewichtung von 0% in Kombination mit einer Level 1-Klassifizierung im Rahmen der LCR und eines bereits vorhandenen Status als „präferiert“ im Kontext von Solvency II erhöht nach unserem Dafürhalten die Attraktivität von französischen Regionalbonds.

Charts & Figures
Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



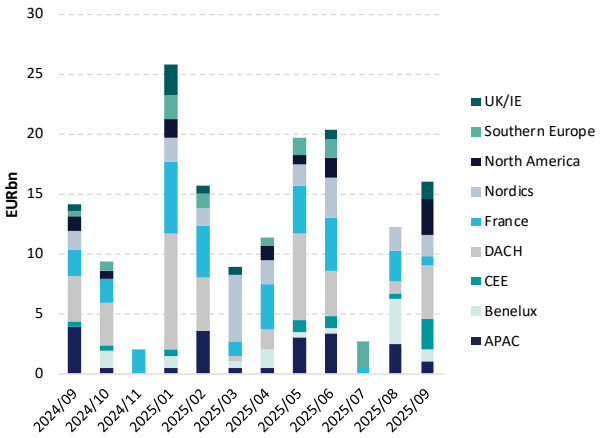
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



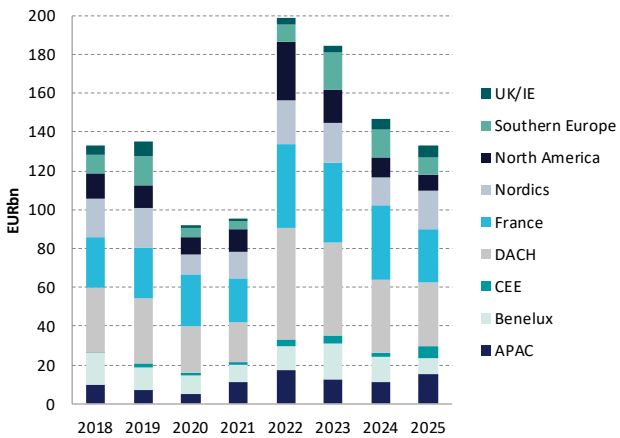
Top 10-Jurisdiktionen

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	273.9	266	37	0.97	9.1	4.5	1.71
2	DE	222.0	311	49	0.66	7.7	3.6	1.73
3	NL	87.0	87	4	0.94	10.2	5.3	1.53
4	CA	80.2	59	1	1.34	5.5	2.4	1.69
5	AT	59.6	98	5	0.60	8.0	3.7	1.67
6	NO	52.5	63	11	0.83	7.0	3.2	1.40
7	ES	52.2	45	4	1.05	10.1	3.3	2.26
8	IT	49.5	64	6	0.74	8.2	3.6	2.13
9	FI	40.5	48	5	0.83	6.6	3.1	1.92
10	AU	34.8	34	0	1.02	7.1	3.3	1.95

EUR-Benchmark-Emissionen je Monat

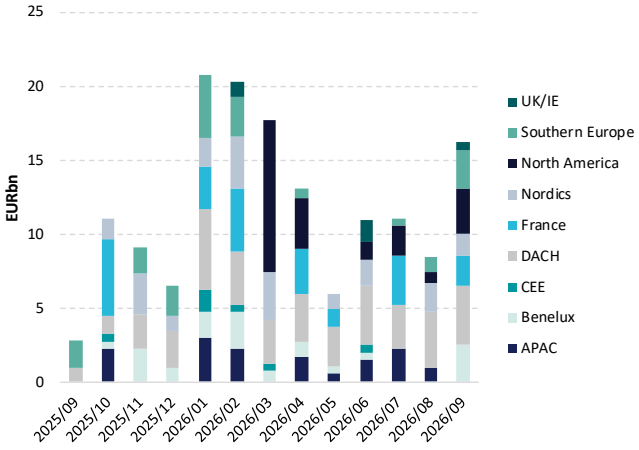


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

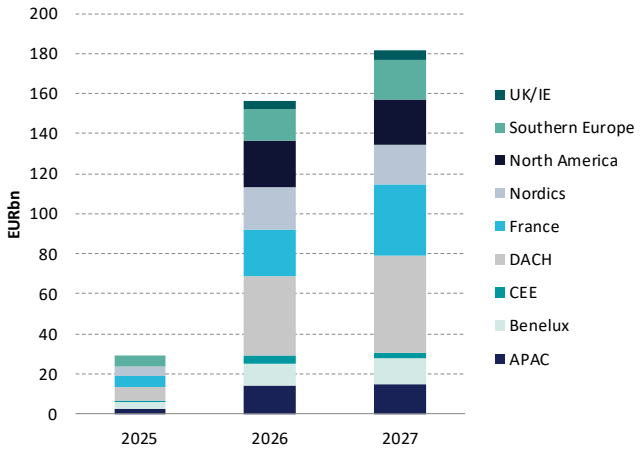


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

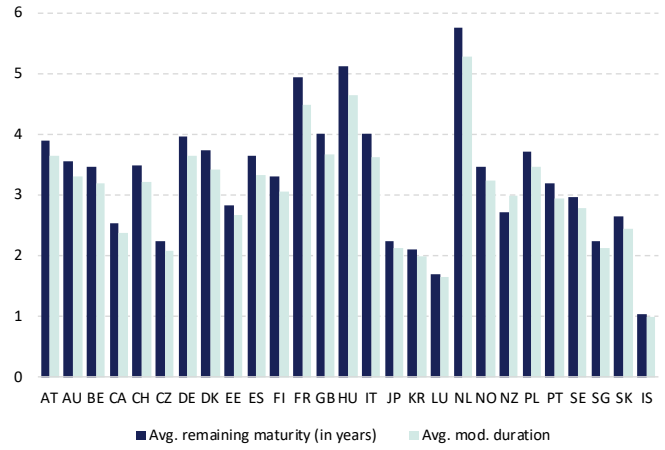
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



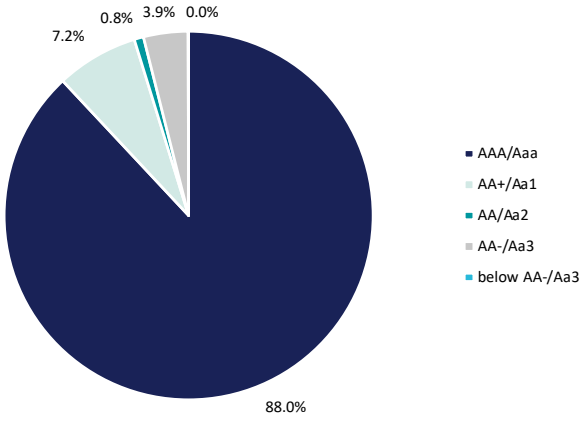
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



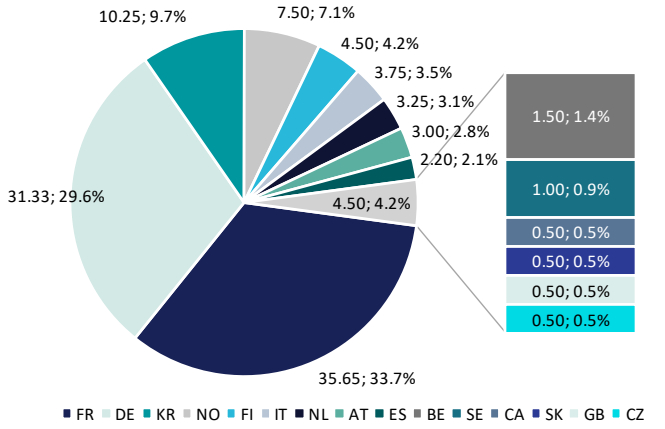
Modified Duration und Restlauzeit nach Land



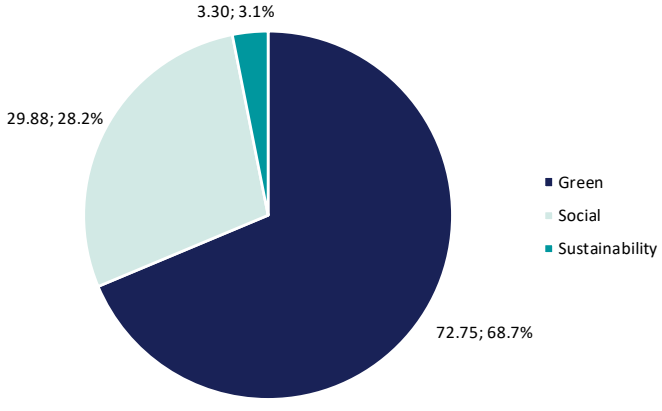
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

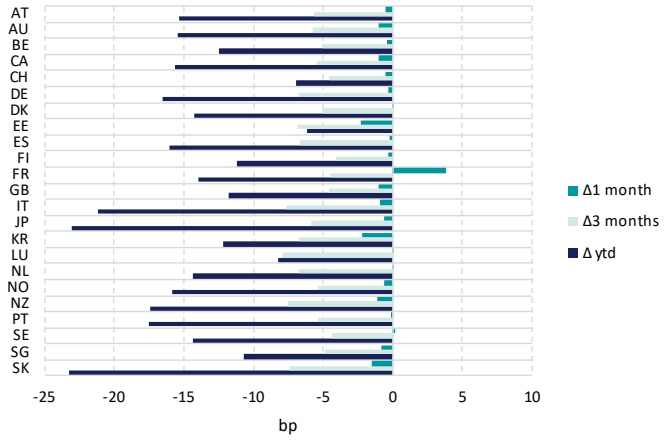


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

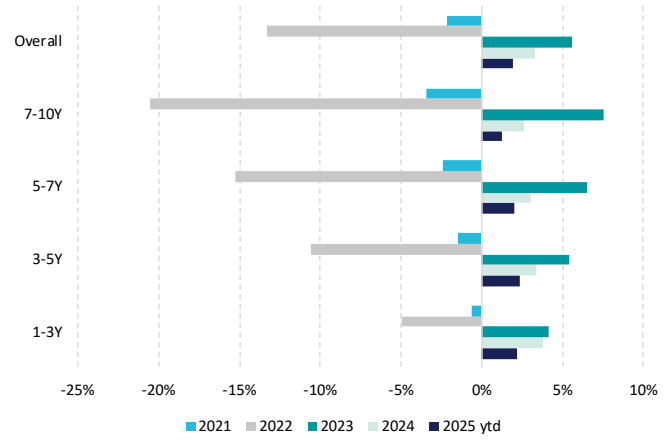


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

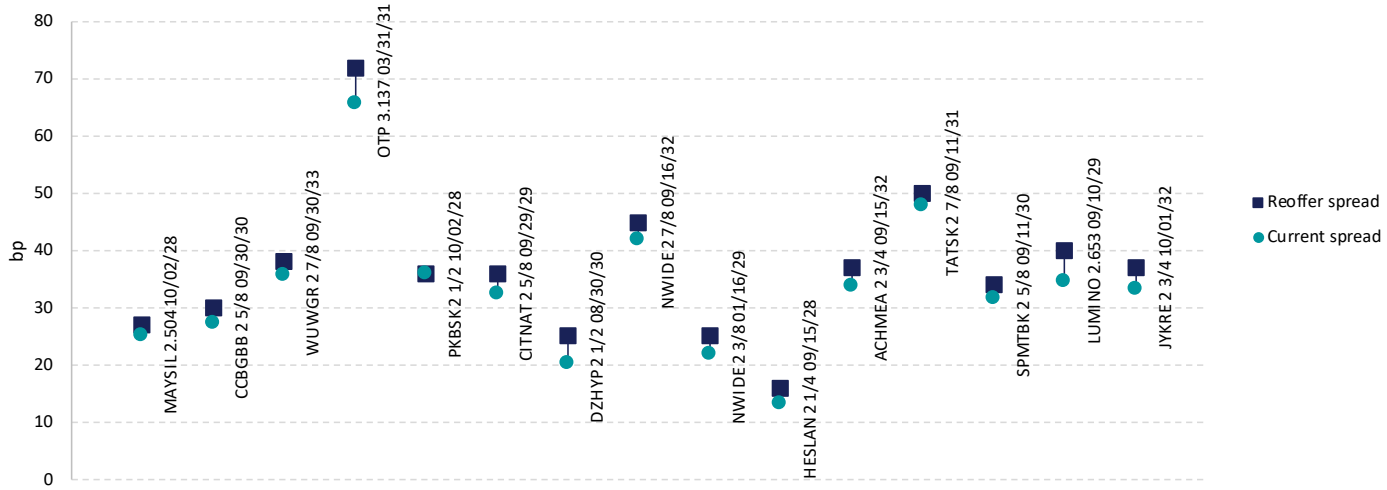
Spreadveränderung nach Land



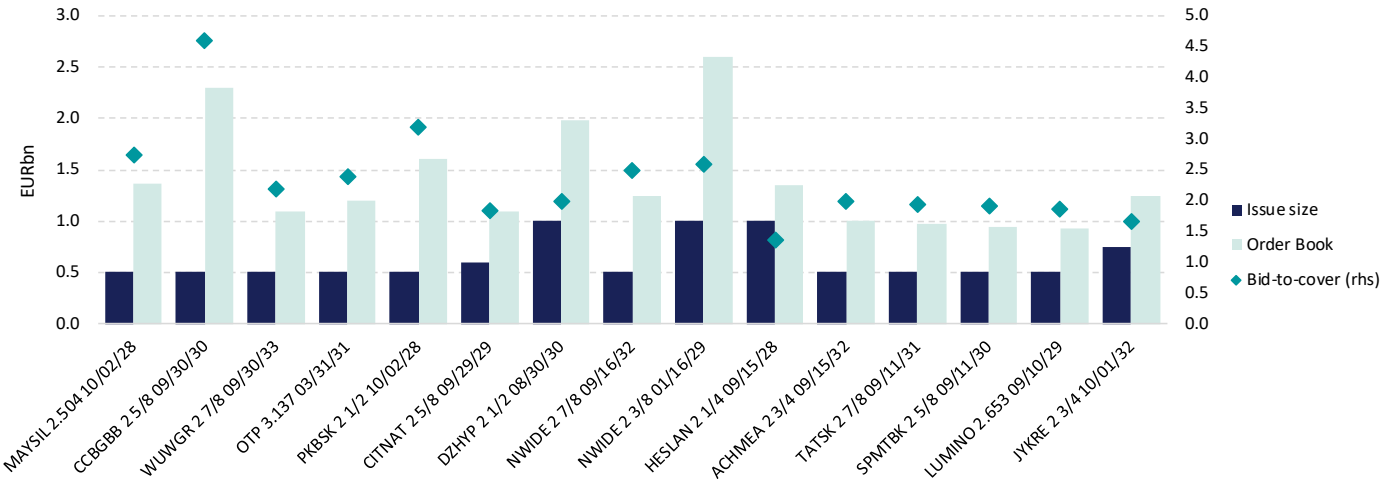
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



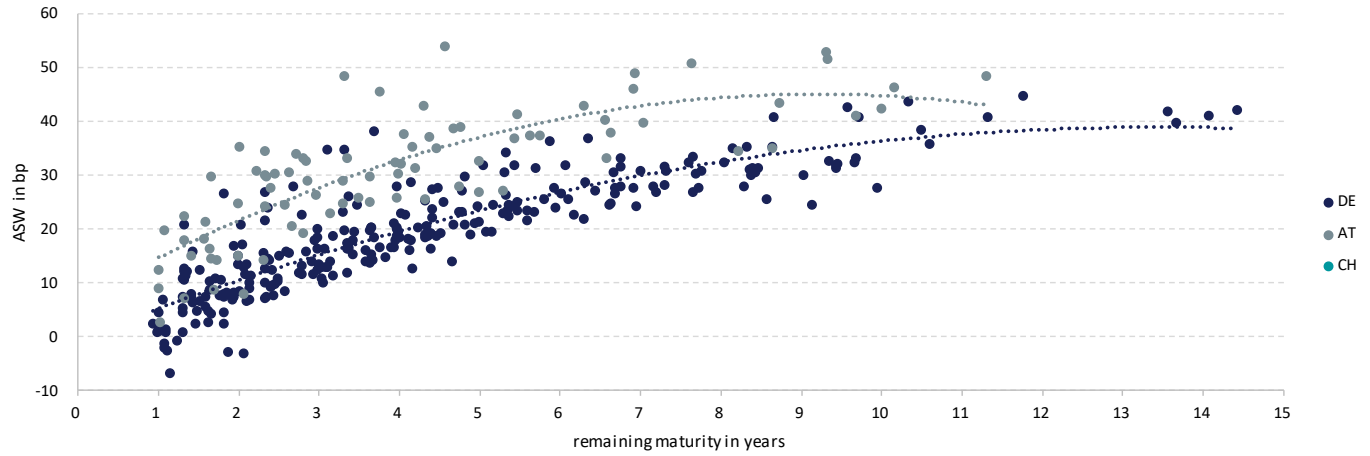
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



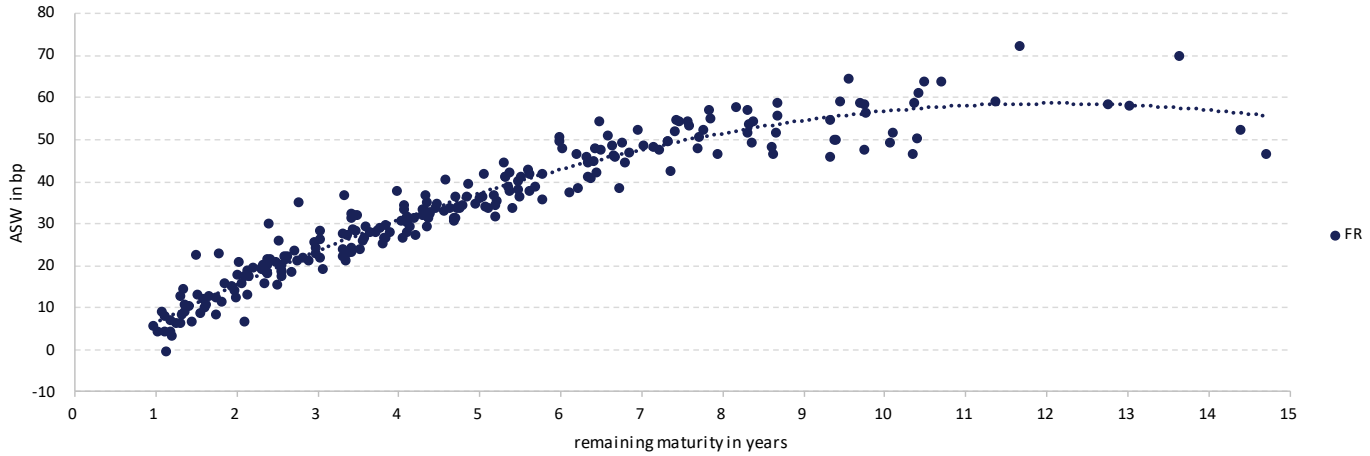
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht[1]

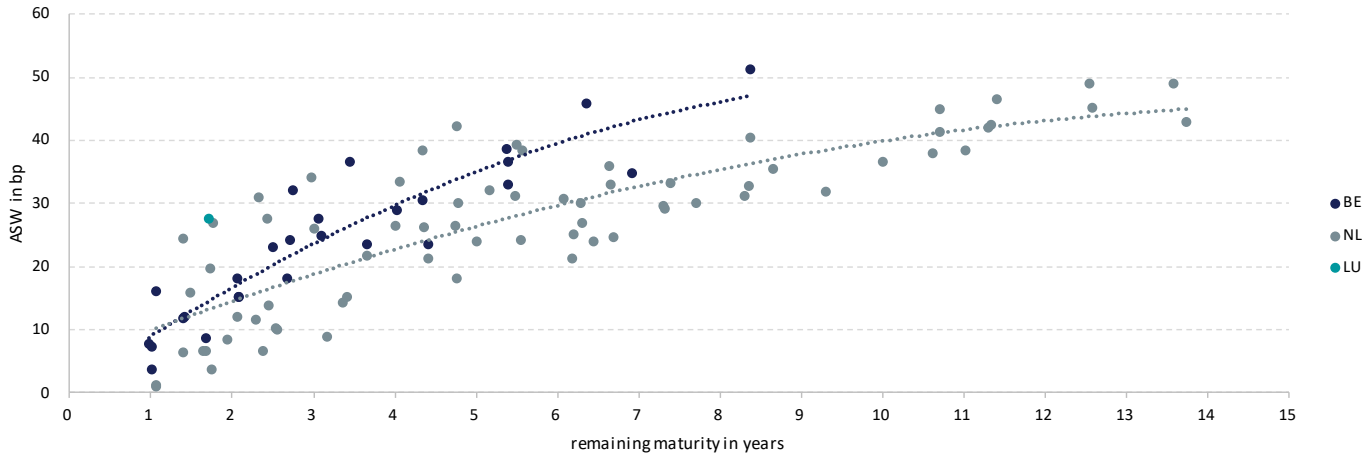
DACH



France

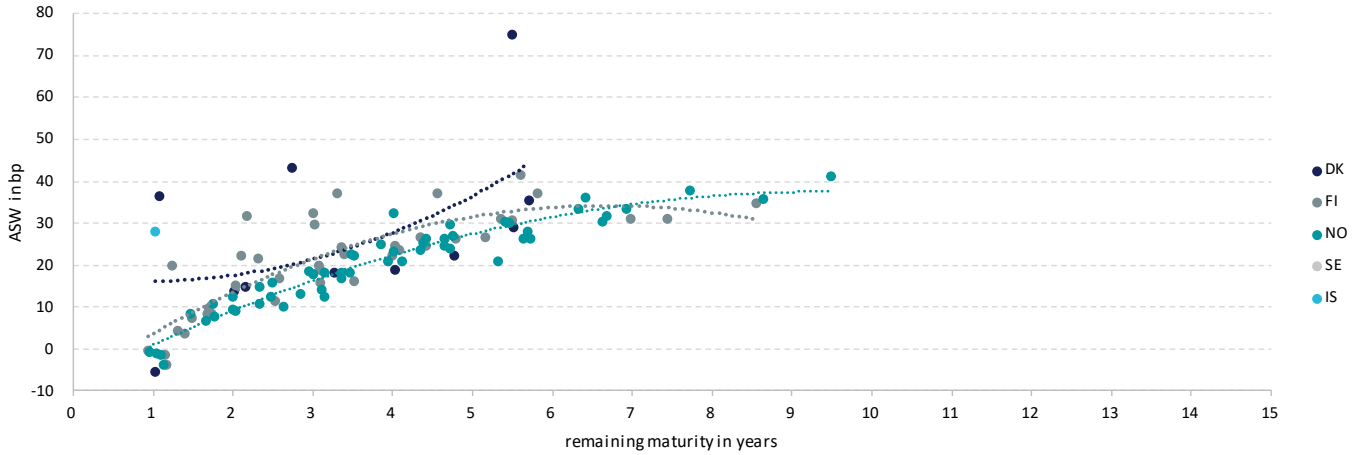


Benelux

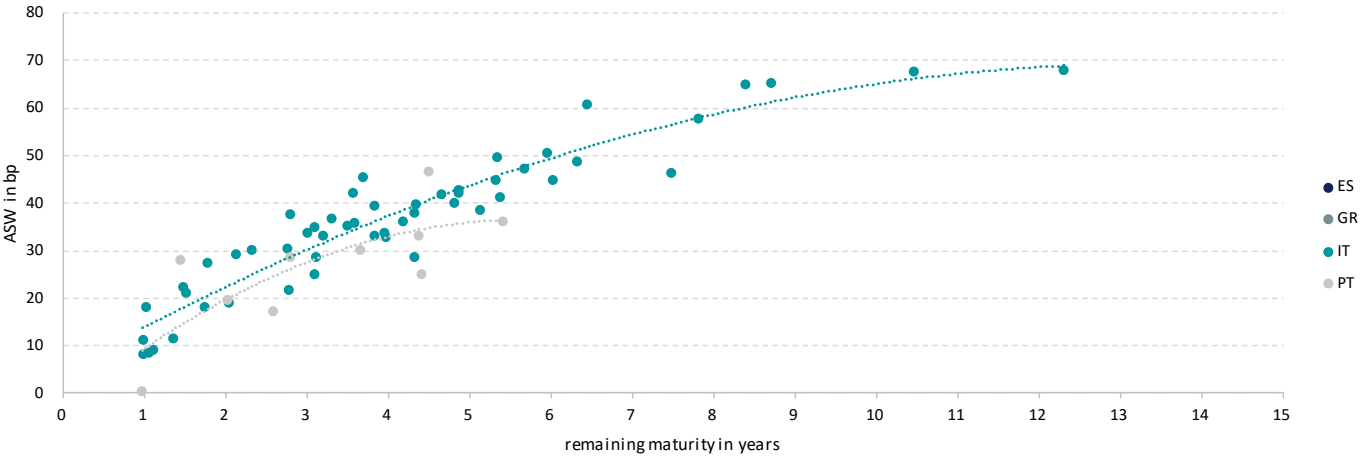


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research [1] Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

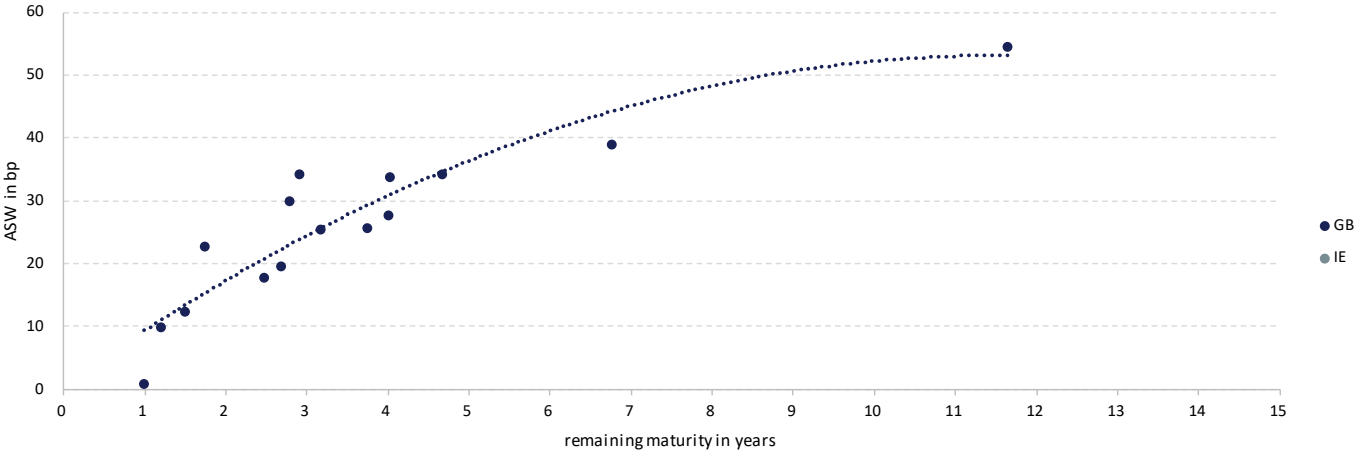
Nordics



Southern Europe

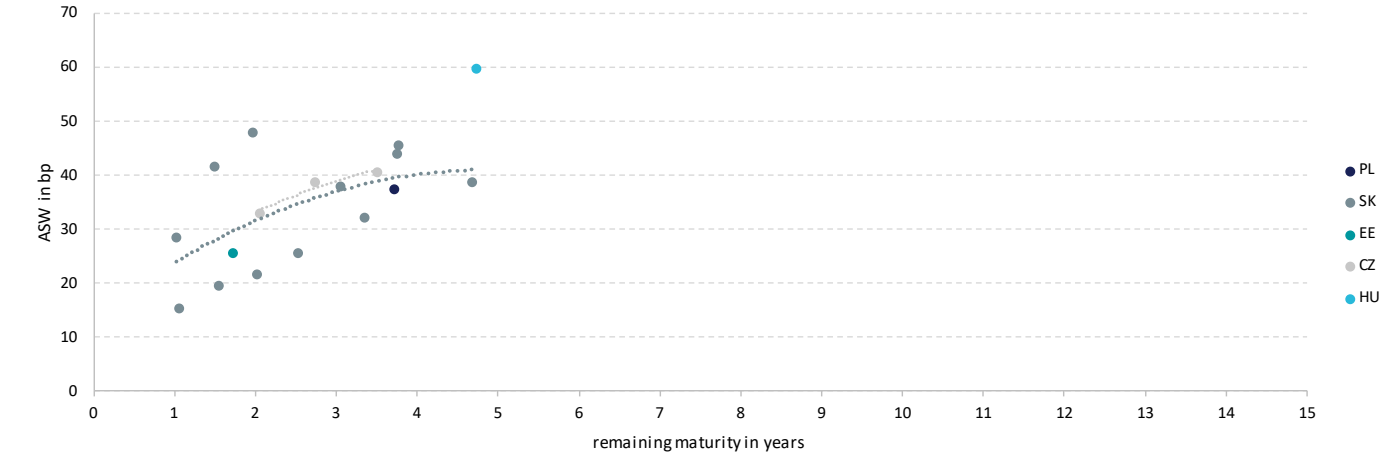


UK/IE

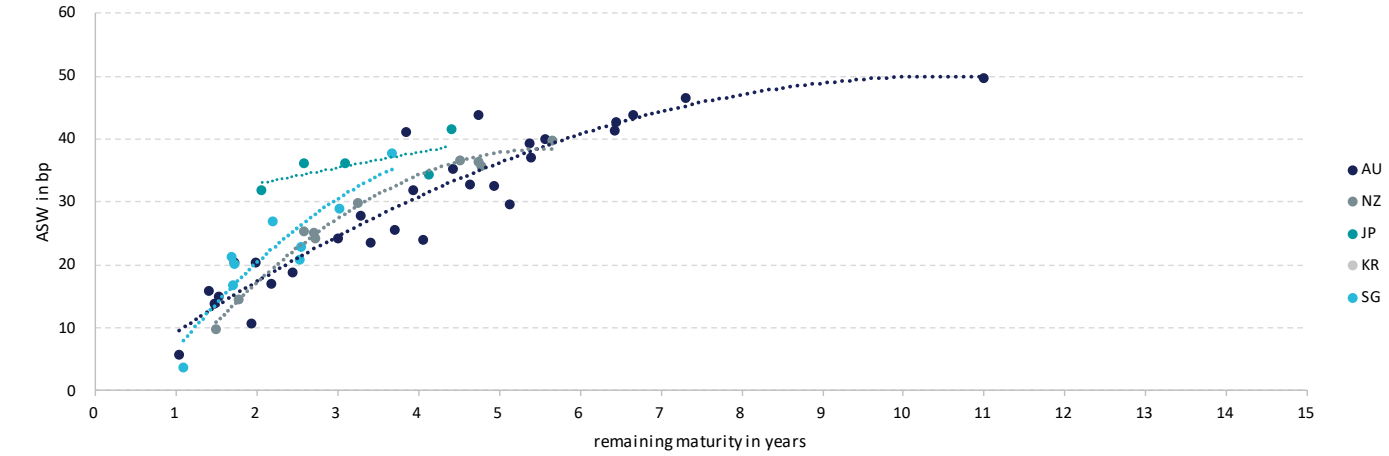


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

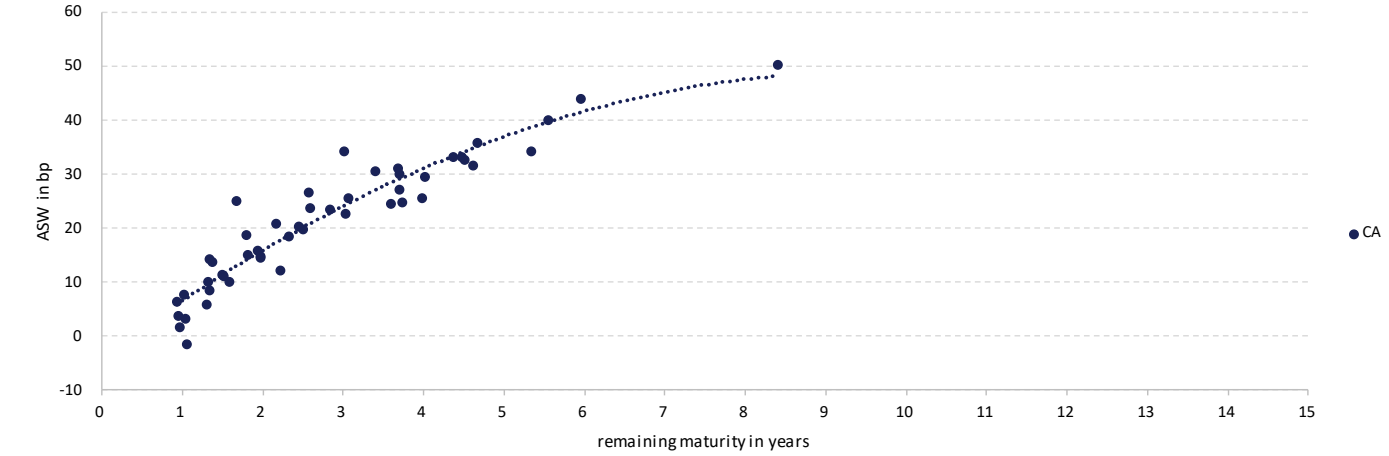
CEE



APAC



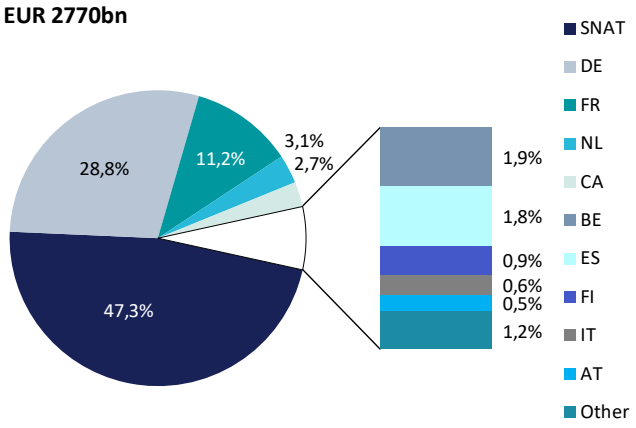
North America



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
SSA/Public Issuers

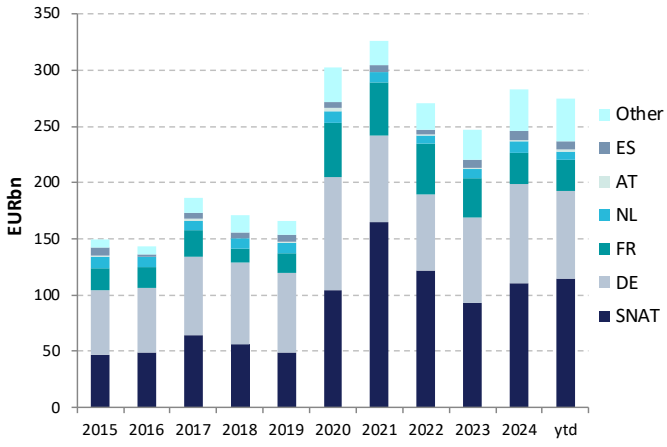
Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen



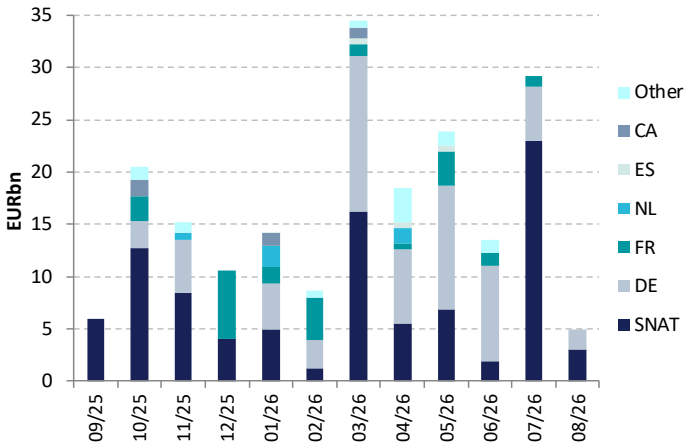
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.309,3	265	4,9	7,5
DE	797,3	606	1,3	5,9
FR	310,7	206	1,5	5,3
NL	86,8	68	1,3	6,1
CA	75,6	68	1,1	6,1
BE	51,3	49	1,0	9,7
ES	50,9	74	0,7	4,9
FI	25,1	26	1,0	4,1
IT	16,6	21	0,8	4,1
AT	14,5	22	0,7	5,3

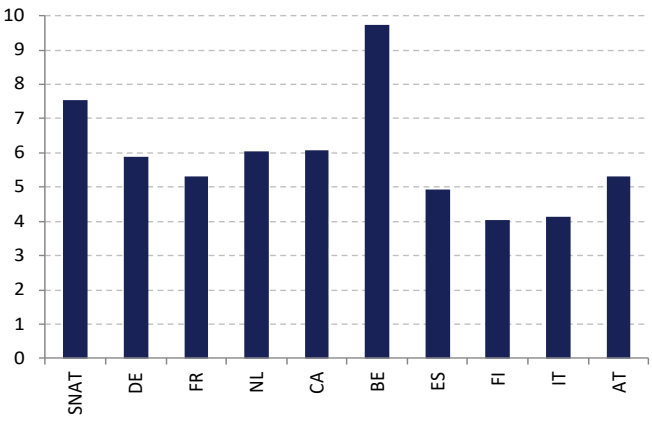
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



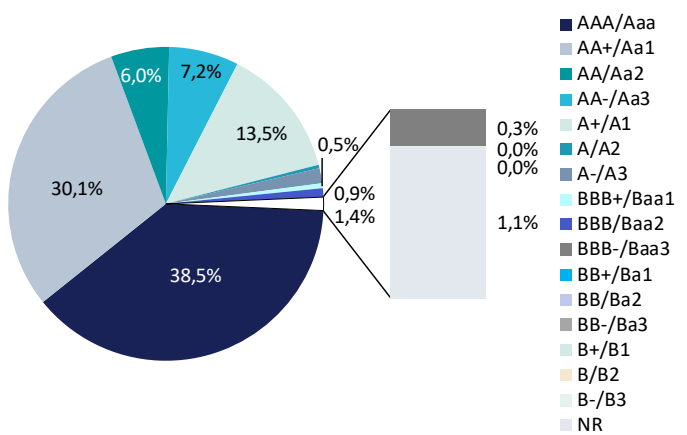
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



Vol. gew. Modified Duration nach Land

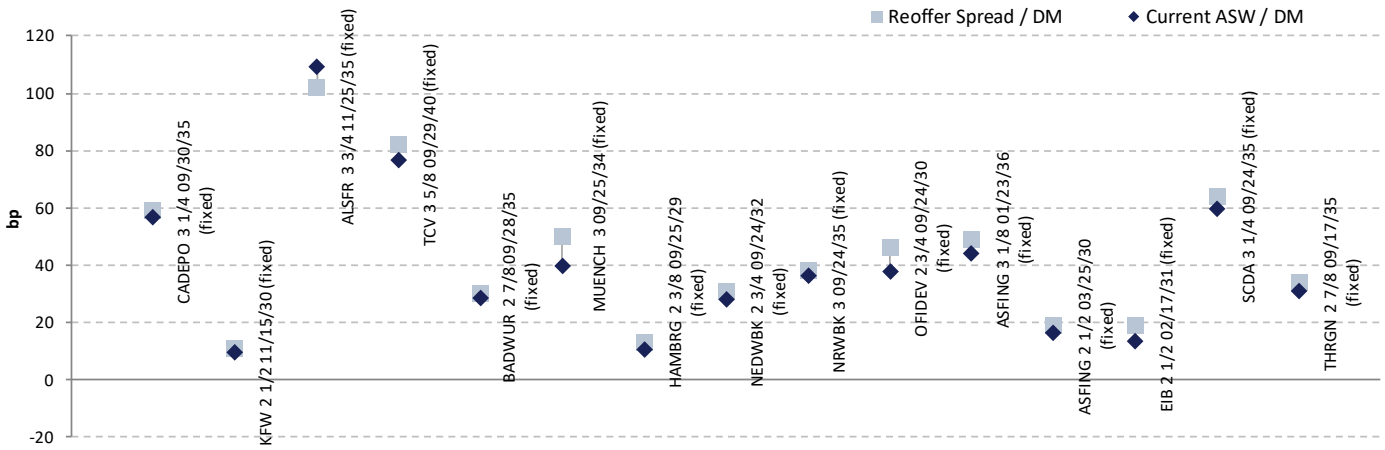


Ratingverteilung (volumengewichtet)

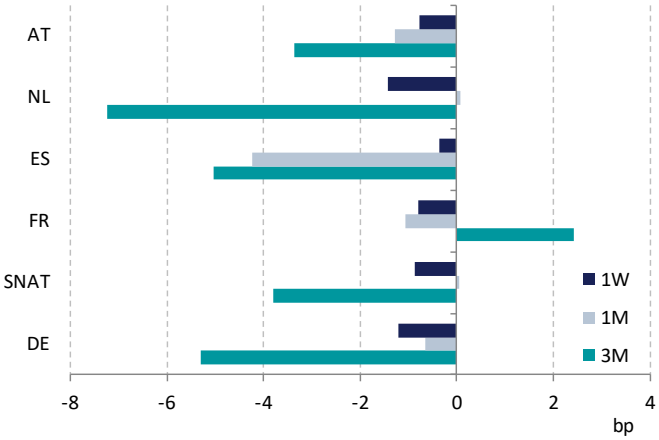


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

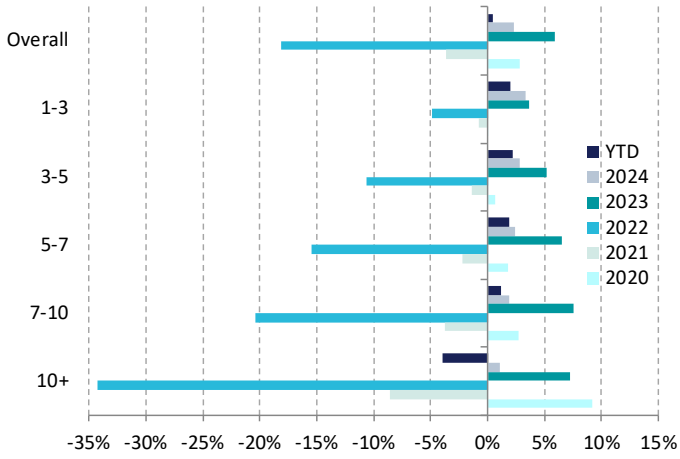
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



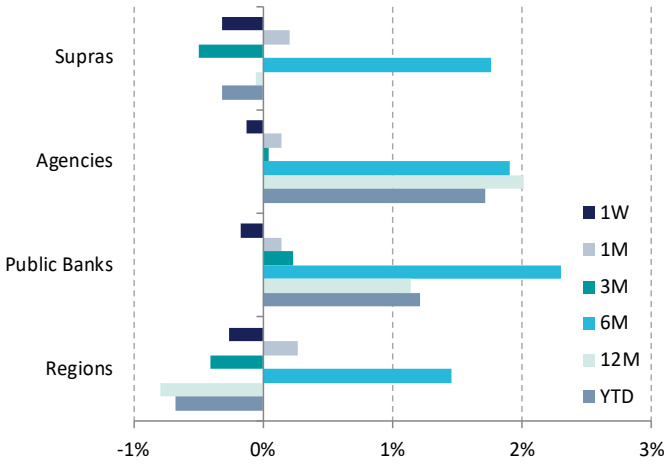
Spreadentwicklung nach Land



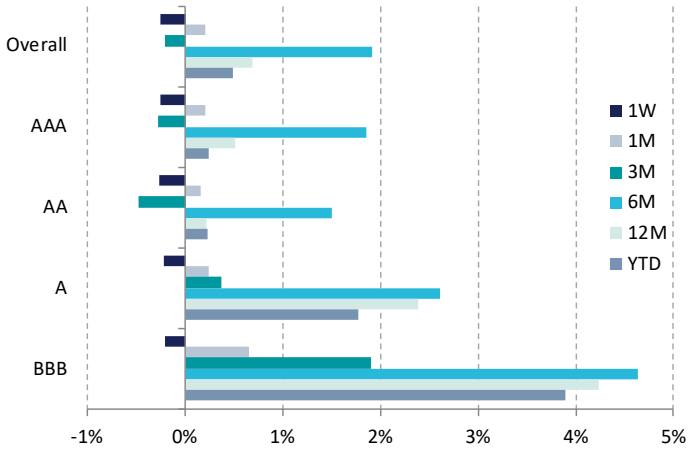
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

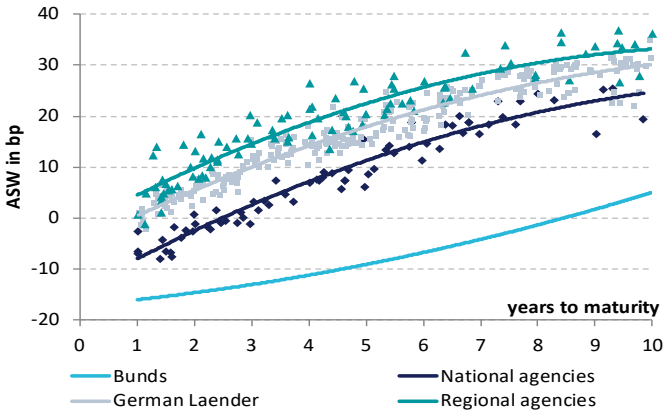


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

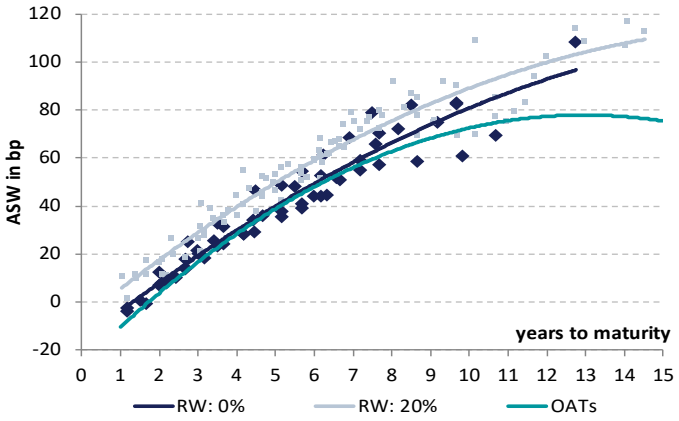


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

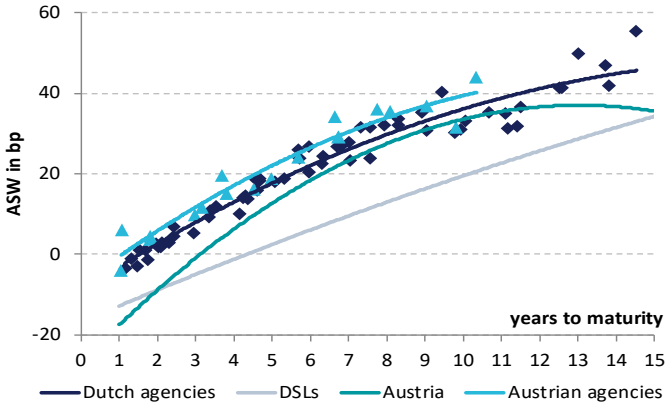
Germany (nach Segmenten)



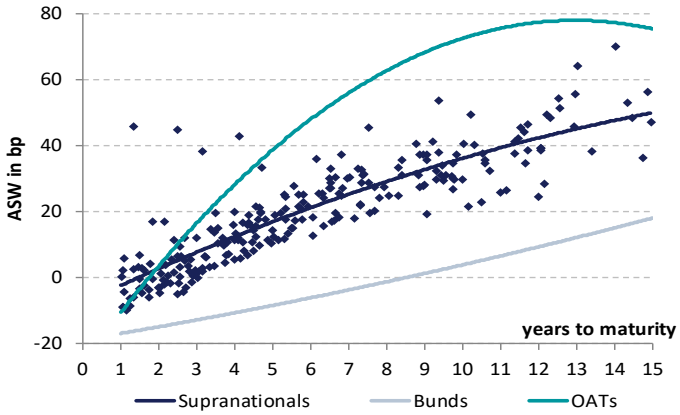
France (nach Risikogewichten)



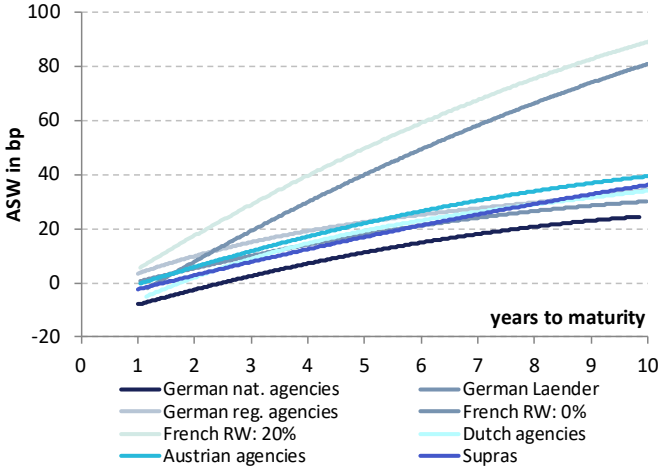
Netherlands & Austria



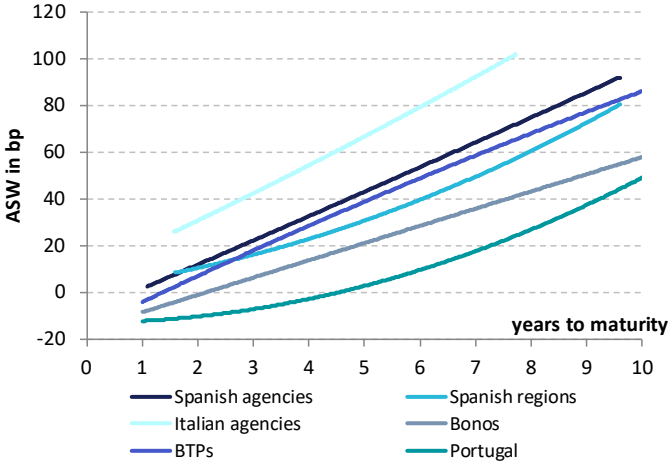
Supranationals



Core



Periphery

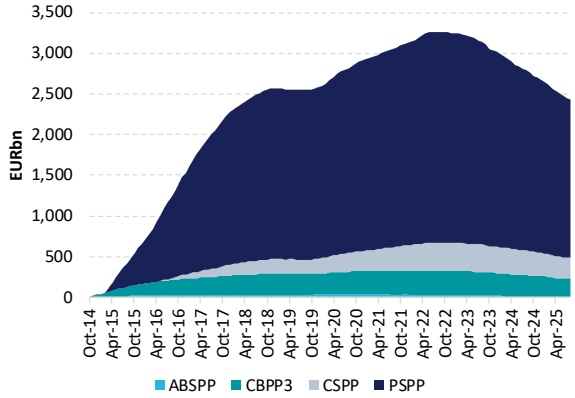


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

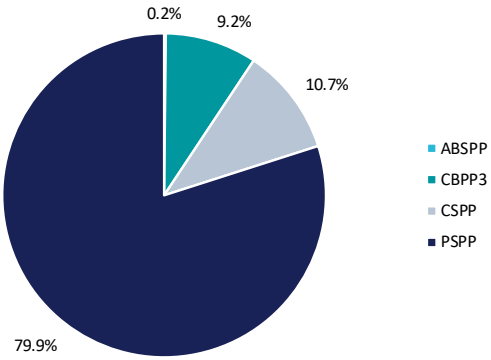
Charts & Figures
EZB-Tracker

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

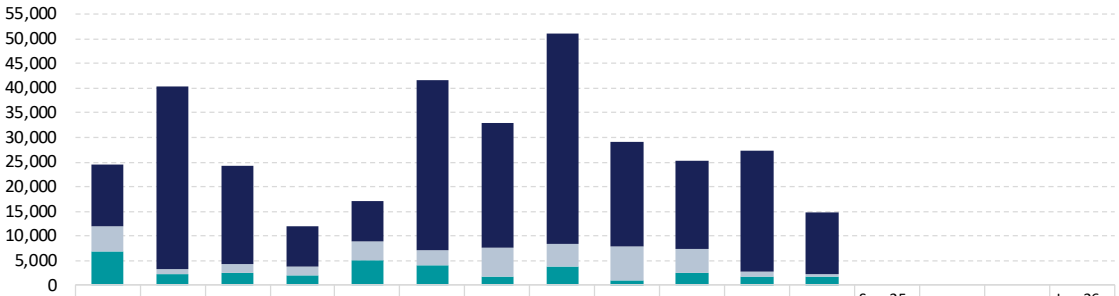
APP: Portfolioentwicklung



APP: Portfoliostruktur

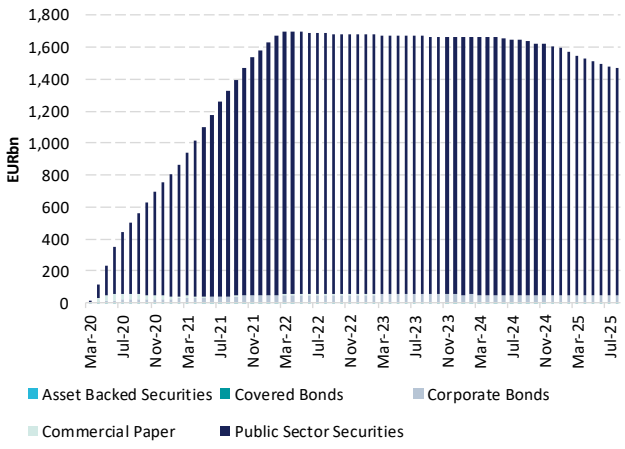


APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)

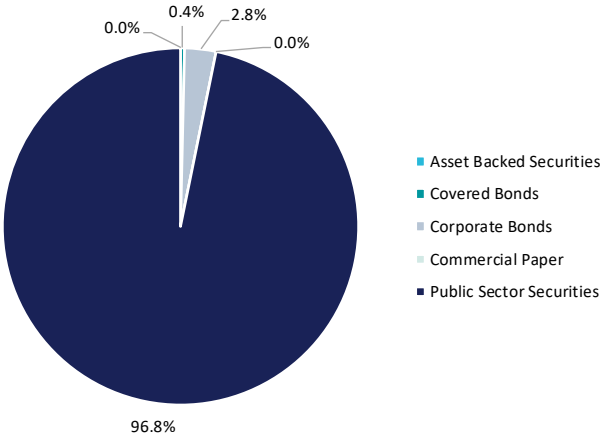


	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26	Sep-25 - Aug-26	2024	2025	Jan-26 - Aug-26
APP	24,550	40,259	24,375	12,078	17,119	41,523	32,837	51,023	29,020	25,281	27,197	14,893	340,155	335,094	332,840	14,893
PSPP	12,568	37,073	20,060	8,274	8,318	34,465	25,111	42,657	21,135	17,964	24,306	12,570	264,501	264,479	252,566	12,570
CSPP	5,193	972	1,905	1,693	3,815	2,926	5,886	4,562	6,820	4,857	1,245	684	40,558	32,191	33,961	684
CBPP3	6,492	1,864	2,106	1,903	4,740	3,911	1,575	3,685	1,003	2,317	1,554	1,566	32,716	32,173	42,332	1,566
ABSPP	297	350	304	208	246	221	265	119	62	143	92	73	2,380	6,251	3,981	73

PEPP: Portfolioentwicklung



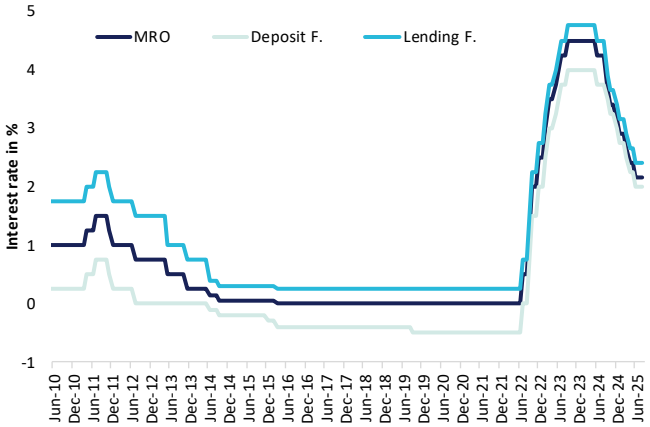
PEPP: Portfoliostruktur



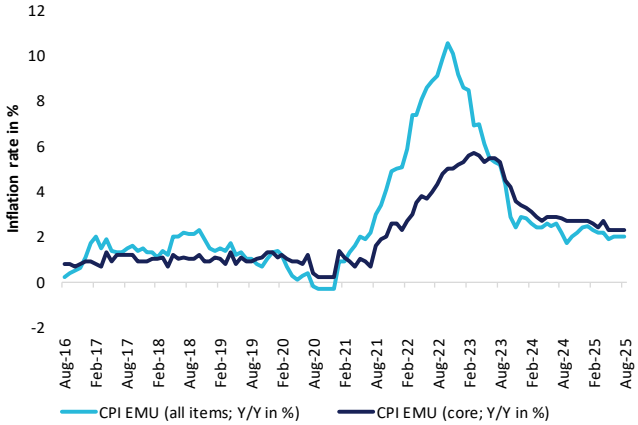
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
Cross Asset

EZB-Leitzinssätze

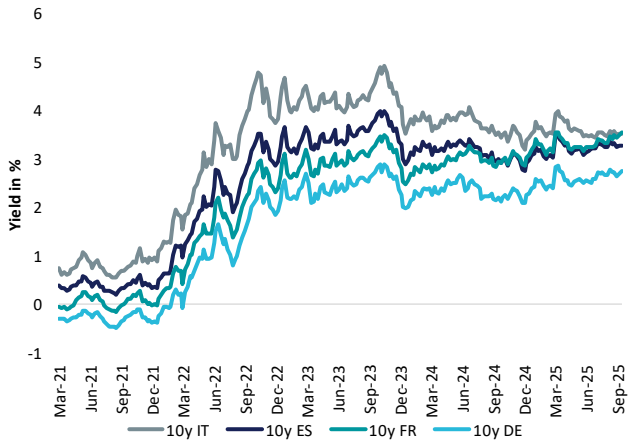


Inflationsentwicklung im Euroraum

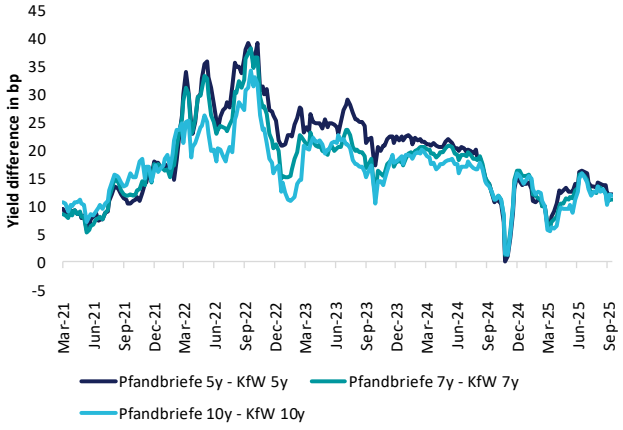


Bund-Swap-Spread

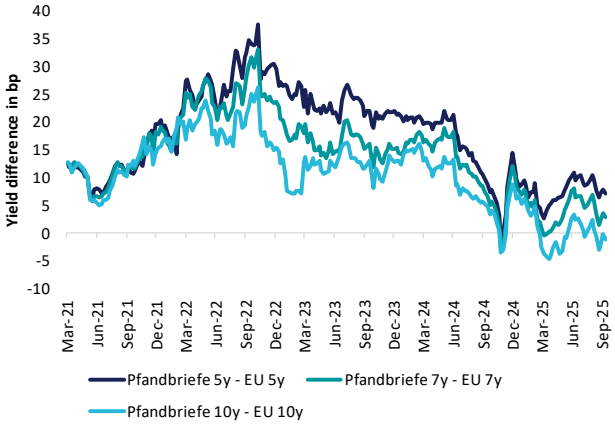
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Anhang
Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
30/2025 ♦ 03. September	▪ Ein Blick auf den deutschen Bankenmarkt ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
29/2025 ♦ 27. August	▪ Der Ratingansatz von Standard & Poor's ▪ Pensionslawine und Kommunalschulden – Länder unter Druck
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

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 2025

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

Leitzinsentscheidung: Der EZB-Rat ist kein Panikorchester

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: 24. September 2025 (08:50 Uhr)

Weitergabe am: 24.09.2025 17:17:18