



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick

Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Spreadrelationen im Fokus: Covereds vs. Seniors	10
Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien	14
Charts & Figures	
Covered Bonds	17
SSA/Public Issuers	23
EZB-Tracker	26
Cross Asset	27
Ausgaben im Überblick	28
Publikationen im Überblick	29
Ansprechpartner in der NORD/LB	30

Flooranalysten:

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

Covered Bonds

Marktüberblick

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

Primärmarkt: Jahresausklang nun so gut wie sicher

Nachdem wir bereits in der vergangenen Woche von keinen weiteren Neuemissionen mehr am Primärmarkt für Covered Bonds im EUR-Benchmarkmarkformat berichten konnten, setzte sich das gleiche Bild auch in dieser Woche fort. Vor dem Hintergrund des nun schon sehr weit vorangeschrittenen Jahres scheint das Ende der Emissionsaktivitäten am Primärmarkt nun so gut wie sicher, auch wenn wir natürlich die Möglichkeit einer weiteren Neuemission nie vollständig ausschließen können. Beim Blick auf Covered Bonds abseits des EUR-Benchmarksegments wird nämlich deutlich, dass der Markt nach wie vor empfänglich für Neuemissionen zu sein scheint. In den vergangenen fünf Handelstagen gab es hier noch recht rege Aktivitäten zu verzeichnen: So war es am 03. Dezember zunächst die Federation des Caisses Desjardins du Quebec (CCDJ), die sich für die Emission eines in CHF denominierten Covered Bonds im Volumen von CHF 335 Mio. bei SARON ms +35bp entschied. Auch wenn die Wahl der Emissionswährung überraschen mag, kommt es durchaus nicht selten vor, dass Emittenten zu Diversifikationszwecken Covered Bonds in für sie auf den ersten Blick unüblichen Währungen begeben. Aus den nordischen Ländern waren einige Taps zu verzeichnen, diese erfolgten allerdings allesamt von emittierten Covered Bonds in Heimatwährung. So stockte die LF Hypotek aus Schweden ihren erst am 25. November emittierten Floater um SEK 500 Mio. auf. Auch aus Norwegen tappten DNB Boligkreditt, die SpareBank 1 Boligkreditt und die Storebrand Boligkreditt eine ihrer Anleihen. Bis auf letztere sind alle norwegischen Emittenten auch regelmäßig im EUR-Benchmarksegment aktiv. Besonders aus Norwegen waren im laufenden Jahr Neuemissionen im Gesamtvolumen von EUR 10,3 Mrd. zu verzeichnen, womit die Jurisdiktion noch vor den Niederlanden auf dem dritten Rang liegt. Besonders vor dem Hintergrund der hohen Relevanz der Heimatwährung ist dies durchaus bemerkenswert. Am Montag war es schließlich die United Overseas Bank (UOB) aus Singapur, die die Emission eines Covered Bonds im Volumen von GBP 750 Mio. ankündigte. Die UOB war nach dreieinhalbjähriger Abwesenheit zuletzt bereits Ende November mit der Emission von EUR 850 Mio. (5,0y) im EUR-Benchmarksegment aktiv ([wir berichteten](#)). Auch aus Singapur konnten wir in 2025 ein durchaus erfreuliches Neuemissionsvolumen von EUR 3,6 Mrd. verzeichnen, nachdem bereits das Jahr zuvor mit EUR 4,3 Mrd. (und zwei Debütanten) auf sich aufmerksam machte. Wir sind gespannt, welche Jurisdiktionen im nächsten Jahr neben den üblichen Playern „überraschen“ werden, und verweisen für unsere Prognose auf unsere [letzte Ausgabe](#).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

Sekundärmarkt: Transaktionsvolumen lässt weiter nach

Das Transaktionsgeschehen auf dem Sekundärmarkt wird zum Jahresende hin nun ebenfalls immer ruhiger. Bei den vorhandenen Transaktionen dominiert weiterhin die Käuferseite, welche sich hauptsächlich auf das mittlere Laufzeitsegment konzentriert. Vor dem Hintergrund des ausbleibenden Neuangebotes hat sich das Spreadniveau zunehmend stabilisiert, weitere Einengungstendenzen sind aber nicht auszuschließen.

EBA veröffentlicht Risk Assessment Report Herbst 2025

Die European Banking Authority (EBA) hat vergangene Woche ihren Risk Assessment Report (RAR) für den Herbst 2025 [veröffentlicht](#). Dieser wurde im Einklang mit der EU-weiten Transparenzübung 2025 veröffentlicht, die detaillierte und vergleichbare Daten zu 119 Banken in 25 Mitgliedsstaaten der EU und des EWR bereitstellt und durch den Risk Assessment Questionnaire (RAQ) ergänzt wird. Laut den Ergebnissen der Analyse verfügen die betrachteten Banken weiterhin über starke Positionen bei Kapitalisierung, Liquidität, Profitabilität und Assetqualität. Gleichzeitig ruft die EBA jedoch zu erhöhter Wachsamkeit aufgrund von anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten, Marktvolatilität und zunehmenden operationellen Risiken auf. Handelskonflikte und steigende Staatsverschuldung führen zu volatilen Finanzierungsbedingungen und wirken sich zunehmend auch auf Assetqualität, Kreditvergabestrategien und Risikomanagement aus, weshalb die Banken verstärkt die Themen Governance, Due Diligence sowie Szenarioanalysen in den Vordergrund rücken. Operationelle Risiken manifestieren sich verstärkt in Cyberangriffen, Betrug und rechtlichen Risiken. Hier verbessert besonders der [Digital Operational Resilience Act](#) (DORA) der EU die Widerstandsfähigkeit, während Outsourcing und Abhängigkeiten von Drittanbietern zusätzliche Herausforderungen darstellen. Die Kapitalquoten der Banken erreichen dank solider Profitabilität hingegen Rekordniveaus. Die Erträge werden durch stabile Erlöse aus dem Provisionsgeschäft und eine durch Digitalisierung und Automatisierung unterstützte Kostendisziplin ergänzt. Die Liquidität liegt deutlich über den regulatorischen Mindestanforderungen. Der stärkere Fokus auf Staatsanleihen bei den Liquiditätspuffern hat hingegen die Anfälligkeit für Marktvolatilitäten erhöht. Zudem bestehen vereinzelt Fremdwährungsrisiken, vor allem in USD. Langfristig könnte besonders das wachsende Interesse an Stablecoins die Refinanzierung der Banken beeinflussen. Während die Kreditvergabe an Unternehmen eher verhalten bleibe, haben besonders die Vergabe von Hypothekenkrediten und Engagements ggü. Non-Bank Financial Institutions (NBFIs) von außerhalb des EWR zugenommen. Auch die Assetqualität bleibt insgesamt stabil, auch wenn der Anteil an Stage 2-Krediten im CRE-Segment und bei KMU erhöhte Werte aufweisen.

Aktuelles Financial Stability Review der EZB veröffentlicht

Auch die EZB kommt in ihrem aktuellen [Financial Stability Review](#) zur Überprüfung potenzieller Risiken für die finanzielle Stabilität im Euroraum zu dem Schluss, dass das Finanzsystem im Euroraum insgesamt widerstandsfähig bleibe, anhaltende geopolitische Unsicherheiten, globale Handelsspannungen sowie fiskalische Risiken in einigen Mitgliedstaaten jedoch zu erhöhter Marktvolatilität und plötzlichen Neubewertungen von Vermögenswerten führen könnten. Besonders der Nichtbankensektor bleibe aufgrund von strukturellen Liquiditäts- und Verschuldungsproblemen für potenzielle Stressszenarien anfällig. Gleichzeitig könnten die hohe Staatsverschuldung und fiskalische Herausforderungen in einigen Mitgliedstaaten das Vertrauen der Investoren belasten und Druck auf die Staatsanleihamärkte ausüben. Der Bankensektor zeige sich dank hoher Kapital- und Liquiditätspuffer insgesamt robust, sei jedoch durch erhöhte Kreditrisiken, insbesondere von Handelszöllen betroffenen Unternehmen, sowie wachsenden Verflechtungen mit Nichtbanken zunehmenden Belastungen ausgesetzt. Um die Finanzstabilität im Euroraum nachhaltig zu sichern, unterstreicht die EZB daher die Notwendigkeit einer vorausschauenden makroprudanziellen Politik und empfiehlt die Stärkung der Widerstandsfähigkeit von NBFIs. Damit einhergehend fordert sie zügige und entschlossene Fortschritte bei der Kapitalmarktunion, um einen alternativen Markt für sichere Vermögenswerte im Euroraum zu fördern.

S&P veröffentlicht Covered Bonds Outlook 2026

Die Ratingexperten von S&P haben kürzlich in ihrem [Ausblick für 2026](#) stabile Ratingausichten für Covered Bonds angedeutet. Die Ratings werden weiterhin durch hohe Übersicherungsquoten (OCs), robuste rechtliche Rahmenbedingungen und eine hohe Qualität der Darlehen in den Deckungsstöcken gestützt. Die von S&P vorgenommenen Anpassungen an ihrer Covered Bond-Ratingmethodologie ([wir berichteten](#)) haben zwar die für bestimmte Ratingeinstufungen mindestens zu erreichende Übersicherung (Break-even OC) überwiegend gesenkt, was jedoch ohne nennenswerte Auswirkungen auf bestehende Ratings blieb. Ratinganpassungen von Covered Bonds wurden hauptsächlich durch Anpassungen der jeweiligen Sovereign-Ratings ausgelöst. Aktuell würden begrenzte Herabstufungen von Emittenten oder Staaten die meisten Covered Bond-Ratings hingegen nicht beeinträchtigen. Das makroökonomische Umfeld in Europa – mit moderatem Wachstum, resilienten Arbeitsmärkten und einer Erholung der Wohnimmobilienpreise – unterstützte laut den Risikoexperten die stabile Qualität der Deckungsstöcke. Auch im CRE-Segment habe sich die Situation durch die Stabilisierung des Zinsniveaus entspannt. Von S&P geratene Programme profitieren von hohen Übersicherungsquoten, strengen Deckungsstockanforderungen und LTV-Puffern sowie einem aktiven Risikomanagement der Emittenten. Die kürzlich von der EBA veröffentlichten Empfehlungen zur Harmonisierung des europäischen Covered Bond-Rahmenwerkes ([wir berichteten](#)) seien laut S&P grundsätzlich positiv. Unmittelbar seien aber nur begrenzte Ratingauswirkungen von den vorgeschlagenen Anpassungen zu erwarten. Insgesamt rechnet S&P auch für 2026 mit stabil bleibenden Covered Bond-Ratings, selbst in Szenarien mit erhöhter Marktvolatilität oder moderaten Verschlechterungen der Rahmenbedingungen.

vdp-Mitgliedsinstitute rechnen mit positivem Nettoneuemissionsvolumen für 2026

Die deutschen Pfandbriefemittenten rechnen laut einer vom vdp kürzlich durchgeführten Erhebung unter seinen Mitgliedsinstituten für 2026 mit neu emittierten Pfandbriefen in Höhe von EUR 53,2 Mrd. Bei Pfandbrieffälligkeit von EUR 50,6 Mrd. würde dies ein positives Nettoneuemissionsvolumen von EUR 2,6 Mrd. bedeuten. Auch für 2027 rechnen die Institute mit einem wachsenden Markt (geplante Neuemissionen von EUR 59,0 Mrd. bei Fälligkeiten von EUR 53,6 Mrd.). Dieser positive Trend entfalle hauptsächlich auf ein Wachstum bei den Hypothekenpfandbriefen, bei denen der Nettoabsatz im kommenden Jahr bei EUR 1,6 Mrd. liegen soll (2027: EUR 6,4 Mrd.). Der Umlauf Öffentlicher Pfandbriefe solle laut den befragten Emittenten ungefähr auf Höhe des aktuellen Niveaus verbleiben. Auf Pfandbriefemissionen im grünen und sozialen Format soll laut der Erhebung 2026 ein Volumen von EUR 4,2 Mrd. entfallen, für 2027 erwarten die Institute EUR 3,7 Mrd. Hierbei sei jedoch zu beachten, dass nicht alle Emittenten nachhaltiger Pfandbriefe bereits Angaben zu geplanten Emissionen vornehmen konnten. Bei Senior Unsecured Bonds werden 2026 Emissionen im Volumen von EUR 38,5 Mrd. prognostiziert, davon anteilig grüne Anleihen i.H.v. EUR 2,4 Mrd. 2027 werden Werte von EUR 41,1 Mrd. bzw. anteilig EUR 3,9 Mrd. erwartet. Auf Basis der vom vdp quartalsweise veröffentlichten Reports zu den Deckungsstockdaten der deutschen Pfandbriefemittenten haben wir kürzlich unser Special „[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2025](#)“ veröffentlicht. Hierbei haben wir die Daten zu 37 Hypothekenpfandbriefprogrammen, 21 Programmen für Öffentliche Pfandbriefe und zwei Schiffspfandbriefprogrammen dargestellt. Gleichzeitig haben wir im Rahmen der Veröffentlichung „[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2025 Sparkassen](#)“ auch einen genaueren Blick auf die 43 Hypothekenprogramme sowie die 12 öffentlich besicherten Programme deutscher Sparkassen geworfen.

Fitch hebt Long-Term Issuer Default Rating der Banco BPM an

Nachdem die Ratingexperten von Moody's bereits Ende November das Covered Bond-Programm der Banco BPM nach dem Sovereign-Rating-Upgrade Italiens um einen Notch (auf Aa2) angehoben hatten, hat Fitch Ende letzter Woche bekannt gegeben, dass auch das Long-Term Issuer Default Rating (IDR) der Bank um einen Notch auf BBB erhöht wird. Das Ratingupgrade erfolgte laut den Ratingexperten vor dem Hintergrund des verbesserten Geschäftsmodells der Bank. Insbesondere die im Peervergleich höhere Produktdiversifikation und das stabile Funding- und Liquiditätsprofil seien hierbei ausschlaggebend. Darüber hinaus hebt Fitch das verbesserte operative Umfeld in Italien hervor, das sich aus dem bereits im September erfolgten Upgrade des Sovereign Ratings (BBB+) zum Ausdruck kommt. Banco BPM zählt zu den aktiven italienischen Emittenten im EUR-Benchmarksegment und konnte zuletzt im Februar 2025 erfolgreich ihren letzten Deal am Markt platzieren. Insgesamt präsentierte sich das Covered Bond-Jahr 2025 mit Emissionen aus Italien im Volumen von EUR 5,1 Mrd. im Vergleich zum Vorjahr (EUR 9,5 Mrd.) jedoch eher unterdurchschnittlich. Für das kommende Jahr erwarten wir Neuemissionen im Volumen von EUR 8,0 Mrd., was einem leichten Marktwachstum von EUR 400 Mio. (Net Supply) entsprechen würde. Weitere Einschätzungen zum Covered Bond-Markt in 2026 können Sie unserer [letzten Wochenpublikation](#) entnehmen.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

ESM/EFSF stimmen vorzeitiger Teilrückzahlung der GLF-Kredite durch Griechenland zu

Nachdem Griechenland um Zustimmung zur vorzeitigen Teilrückzahlung von EUR 5,3 Mrd. aus der „Greek Loan Facility“ (GLF) gebeten hatte – fällig 2033 und 2041 – und dabei einen Verzicht auf die Anwendung der Parallelitätsklauseln erbat, sind der European Stability Mechanism (ESM) und die European Financial Stability Facility (EFSF) dieser Bitte nun nachgekommen. Am 02. Dezember beschlossen die Verwaltungsräte beider Institutionen, die obligatorische proportionale Rückzahlungsverpflichtung auszusetzen. Damit ist der Weg für eine vorzeitige Rückzahlung nun auch formell frei, ohne dass Griechenland parallel sofortige Zahlungen an den ESM und die EFSF leisten muss. In diesem Zuge hat der Verwaltungsrat des ESM auch die Verwendung von Mitteln aus einem vom ESM überwachten speziellen Liquiditätspuffer genehmigt, der am Ende des Anpassungsprogramms eingerichtet wurde, um die Vorabzahlungen durchzuführen. Zum Hintergrund: In den Finanzhilfvereinbarungen von Griechenland mit der EFSF und dem ESM sind Klauseln enthalten, die Griechenland im Fall einer vorzeitigen Rückzahlung der bilateralen Kredite auch zu einer parallelen Tilgung gegenüber der EFSF und dem ESM in proportionaler Höhe verpflichtet hätten. Die GLF war Teil des ersten Finanzhilfeprogramms für Griechenland, das im Mai 2010 vereinbart wurde. Dieses bestand aus bilateralen Darlehen von 14 Ländern des Euroraums in Höhe von EUR 52,9 Mrd., von denen derzeit noch EUR 31,6 Mrd. ausstehen. „Griechenland macht weiterhin bemerkenswerte Fortschritte bei der Stärkung seiner Wirtschaft. Diese zusätzliche vorzeitige Rückzahlung des GLF-Darlehens sendet ein weiteres positives Signal an die Finanzmärkte, verbessert die Schuldenstruktur Griechenlands und spiegelt die verbesserte Haushaltsslage des Landes wider [...]\“, sagte Pierre Gramegna, Geschäftsführer des ESM und CEO der EFSF.

SCHHOL: Landesregierung beschließt Entwurf zum dritten Nachtragshaushalt 2025

Die Landesregierung von Schleswig-Holstein (Ticker: SCHHOL) hat Anfang Dezember den Gesetzesentwurf für den dritten Nachtragshaushalt 2025 beschlossen und damit auf die jüngste Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zur amtsangemessenen Alimentation und den daraus resultierenden Anpassungen bei der Besoldung und Vorsorge reagiert. Zur Finanzierung der sich daraus voraussichtlich ergebenden Mehrbedarfe für 2025 und 2026 sieht der Nachtragshaushalt vor, dass die im Jahr 2025 möglicherweise erwirtschafteten Haushaltsüberschüsse einer zweckgebundenen Rücklage bis zu einem Volumen i.H.v. EUR 250 Mio. zugeführt werden können. Zum Hintergrund: Auch wenn sich die Rechtsprechung des [Bundesverfassungsgerichts](#) auf die Besoldung von Berliner Landesbeamten bezieht, hat das Urteil dennoch grundlegende Bedeutung und sei damit auch für Schleswig-Holstein relevant. Nach ersten Schätzungen gehe die Landesregierung davon aus, dass die bereits getroffene Vorsorge für die Besoldungs- und Versorgungserhöhungen im Zuge einer Übertragung der Tarifergebnisse nicht ausreiche. „Mit dem Entwurf für einen dritten Nachtragshaushalt reagieren wir auf die aktuelle Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zur Alimentation und legen die Grundlage für eine zweckgebundene Rücklage im Haushalt 2025, um absehbare Anpassungen bei der Besoldung und der Versorgung zu finanzieren“, sagte Schleswig-Holsteins Finanzministerin Silke Schneider. Die Beschlussfassung soll im Rahmen des Dezember-Plenums (10.-12. Dezember) erfolgen.

Norddeutsche Länder fordern Spielräume für Investitionen jenseits der Schuldenregeln

Die Finanzressorts der norddeutschen Länder Bremen (Ticker: BREMEN), Hamburg (Ticker: HAMBRG), Mecklenburg-Vorpommern (Ticker: MECVOR), Niedersachsen (Ticker: NIESA) und Schleswig-Holstein (Ticker: SCHHOL) haben sich im Rahmen ihrer vierten Nord-Finanzministerkonferenz zu diversen finanzpolitischen Themen ausgetauscht. Wesentliche Themen waren u.a. die aktuelle Haushaltsslage der Länder sowie die Erwartungshaltung im Hinblick auf die Reform der Schuldenbremse. Auch wenn die Oktober-Steuerschätzungen teils positive Implikationen für die Länderfinanzen hatten, bleibe die Haushaltsslage der Länder insgesamt angespannt, da zur Finanzierung notwendiger Ausgaben derzeit Kredite und Entnahmen aus Rücklagen in Anspruch genommen werden müssen. Die Steuerrechtsänderungen des Bundes sowie stark steigende Personal- und Sozialausgaben würden die finanzielle Situation zusätzlich belasten, dementsprechend seien die Handlungsspielräume begrenzt. Um die Wirtschaft jedoch nachhaltig zu stärken und die positive Tendenz der Oktober-Steuerschätzung fortzuführen, seien aus Sicht der norddeutschen Länder gemeinsame Anstrengungen und ein abgestimmtes Vorgehen zwischen Bund und Ländern unerlässlich. In diesem Zuge haben diese auch ihre Erwartungen an die vom Bund eingesetzte Kommission zur Reform der Schuldenbremse formuliert und eine bessere Balance zwischen finanzpolitischer Stabilität und Freiräumen für notwendige Zukunftsinvestitionen gefordert. Das Sondervermögen des Bundes für Infrastruktur und Klimaneutralität wird dabei als wichtiger Schritt gesehen, den Nachholbedarf bei öffentlichen Investitionen abzubauen. Dennoch sollte eine Reform der Schuldenbremse sicherstellen, dass notwendige und sachgerechte Investitionen von Bund, Ländern und Kommunen auch jenseits der bisherigen Schuldenregeln möglich werden. Wie es konkret um die finanzielle Lage der Länder bestellt ist, hat der [Stabilitätsrat](#) im Rahmen seiner 34. Sitzung, die gestern stattfand, erörtert. Das Gremium hatte bereits in den vergangenen Sitzungen darauf hingewiesen, dass die Aufstellung tragfähiger Haushalte – und damit die Einhaltung der vom Stabilitätsrat überwachten Regeln und Kennziffern – angesichts der wirtschafts- und finanzpolitischen Herausforderungen zunehmend schwieriger werde. Wir werden die Ergebnisse in einer unserer ersten Ausgaben 2026 für Sie einordnen.

KBN präsentiert Ergebnis für Q3/2025 – Kernergebnis sinkt um -10,7% Y/Y

Der norwegische Kommunalfinanzierer Kommunalbanken (Ticker: KBN) hat seine Geschäftszahlen für Q3/2025 präsentiert. Wie aus der Pressemitteilung hervorgeht, sank das operative Ergebnis im III. Quartal des laufenden Jahres im Vergleich zum Vorjahreszeitraum von NOK 345 Mio. (Q3/2024) auf NOK 308 Mio. (EUR-Äquivalent: EUR 26,1 Mio.). Ursächlich für diesen Rückgang seien – neben höheren operativen Kosten – insbesondere auch die geringeren Nettozinseinnahmen, welche mit NOK 588 Mio. unterhalb des Vorjahresniveaus (Q3/2024: NOK 595 Mio.) lagen. Nach Steuern konnten die Norweger in Summe ein Ergebnis i.H.v. NOK 445 Mio. ausweisen – nach NOK 310 Mio. im Vorjahresvergleichszeitraum. Dabei belief sich das Volumen der aggregierten Kundenfinanzierung von KBN zum Ende des III. Quartals auf insgesamt NOK 380 Mrd. und verringerte sich damit gegenüber dem Vorquartal um NOK -2 Mrd. (Q3/2024: NOK +8 Mrd.), was allen voran auf die günstigen Konditionen zurückzuführen sei, die den Kreditnehmern des kommunalen Sektors an den Kapitalmärkten zur Verfügung standen. Das Portfolio grüner Kredite wuchs demgegenüber leicht um NOK +1 Mrd. (Q3/2024: NOK +5 Mrd.). Ende September 2025 machten grüne Kredite damit 20,6% des gesamten Kreditportfolios der KBN aus. Refinanzierungsseitig haben die Norweger in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres insgesamt 49 Anleihen in acht verschiedenen Währungen emittiert und auf diesem Wege aggregiert rund NOK 114 Mrd. (Q1-Q3/2024: NOK 84 Mrd.) eingesammelt.

BRCOL: Wirtschaft zeigt sich robust, Defizit fällt voraussichtlich geringer aus als erwartet

Die kanadische Provinz British Columbia (Ticker: BRCOL) hat Einblick in die wirtschaftliche Entwicklung der vergangenen sechs Monate gegeben und geht auf dieser Grundlage davon aus, dass die heimische Wirtschaft trotz der Unsicherheiten rund um die US-Handelspolitik im Jahr 2025 um +1,4% und 2026 um +1,3% wachsen wird. Zwar würden die US-Zölle insbesondere die Exporte wie auch die Unternehmensinvestitionen negativ beeinflussen, dennoch profitiere die Provinz von ihrer diversifizierten Wirtschaft sowie dem guten Zugang zu Märkten außerhalb der USA. Demzufolge sollten sich die negativen Folgen der globalen Handelskonflikte mittelfristig in Grenzen halten. Wesentliche Treiber der wirtschaftlichen Entwicklung bleiben ein robuster Konsum sowie eine stabile Entwicklung im Wohnungsbau. Dank höherer Unternehmens- und Einkommenssteuereinnahmen als zuvor prognostiziert dürften die Einnahmen verglichen mit dem Vorquartal um CAD +512 Mio. zulegen, während die Ausgaben um CAD +122 Mio. steigen sollen. Insgesamt dürfte sich das Defizit der Provinz für 2025-26 damit auf CAD -11,2 Mrd. belaufen und läge damit rund CAD 390 Mio. niedriger als noch im I. Quartal angenommen.

EIB und EU machen gemeinsame Sache beim Aufbau von KI-Gigafabriken

Die Europäische Investitionsbank (Ticker: EIB) und die Europäische Union (Ticker: EU) haben im Rahmen einer Absichtserklärung beschlossen, ihre Zusammenarbeit zur Förderung von KI-Gigafabriken zu intensivieren, um die Wettbewerbsfähigkeit und technologische Unabhängigkeit der EU zu stärken. Bereits im Februar hatte die EU die Initiative „[InvestAI](#)“ ins Leben gerufen und Zuschüsse im Umfang von EUR 20 Mrd. für den Bau von bis zu fünf KI-Gigafabriken in Aussicht gestellt. Die EIB-Gruppe prüft nun, wie sie diese finanziellen Mittel durch Kredite ergänzen kann, um private Investitionen anzustoßen und eine robuste KI-Infrastruktur für europäische Start-ups, Forschende und die Industrie zu schaffen. Die Vereinbarung ist Teil von TechEU, einem EUR 250 Mrd. schweren Programm der EIB zur Finanzierung von KI-Innovationen in Europa.

Primärmarkt

In der betrachteten Handelswoche konnten wir weder Emissionen noch Mandate aus dem SSA-Segment verzeichnen. Da viele Emittenten ihr Funding für das laufende Jahr bereits abgeschlossen haben, verweilen diese aktuell auf der Reservebank und blicken auf die anstehenden Zinsentscheidungen der Fed und EZB. Wie wir bereits in der letzten Ausgabe angedeutet haben, wirft das bevorstehende Jahr jedoch bereits seine Schatten voraus und erste Emittenten aus dem SSA-Segment haben ihren Finanzierungsbedarf für 2026 kommuniziert. Dazu zählt auch die KfW (Ticker: KFW), die ihr Funding für dieses Jahr abgeschlossen und insgesamt EUR 71 Mrd. in zehn verschiedenen Währungen an den internationalen Kapitalmärkten aufgenommen hat, davon allein EUR 14 Mrd. in Form von Green Bonds. Für 2026 beläuft sich das Fundingziel der größten deutschen Förderbank auf EUR 75-80 Mrd. und damit leicht oberhalb unserer Erwartung. Davon sollen bis zu EUR 15 Mrd. durch Green Bonds in verschiedenen Währungen eingesammelt werden. Je nach Marktumfeld dürfte die Förderbank damit laut eigener Aussage voraussichtlich im I. Quartal 2026 die Marke von EUR 100 Mrd. an Neuemissionsvolumen seit Einführung ihres Green Bond-Frameworks im Jahr 2014 überschreiten. Darüber hinaus plant die KfW im kommenden Jahr die Emission ihrer dritten DLT-basierten Anleihe. Auch die Europäische Union (Ticker: EU) dürfte zeitnah ihren Refinanzierungsbedarf für H1/2026 bekanntgeben.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
-	-	-	-	-	-	-	-	-

Covered Bonds

Spreadrelationen im Fokus: Covereds vs. Seniors

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

Spreadkompression unterschiedlich stark ausgeprägt

In den vergangenen rund zwei Jahren hat sich die Spreaddifferenz zwischen Covered Bonds und Anleihen aus anderen Assetklassen deutlich reduziert. Diese von uns oft als Spreadkompression beschriebene Entwicklung lässt am aktuellen Rand Covered Bonds unter Relative Value-Gesichtspunkten als durchaus attraktiv gegenüber Anleihen aus dem Senior-Universum erscheinen. Geographisch ist dieser Trend nicht auf einzelne Jurisdiktionen beschränkt, sondern erstreckt sich über den Großteil der relevanten europäischen Covered Bond-Märkte. Nichtsdestoweniger ist diese Spreadkompression in einigen Staaten ausgeprägter als in anderen, was zweifelsohne auch Implikationen für die Attraktivität von Covered Bonds als Refinanzierungsinstrument bzw. als Anlageklasse bietet. Im Fokusartikel dieser Wochenpublikation wollen wir die Hintergründe des allgemeinen Trends näher beleuchten sowie die unterschiedliche Ausprägung in ausgewählten Staaten in den Mittelpunkt rücken.

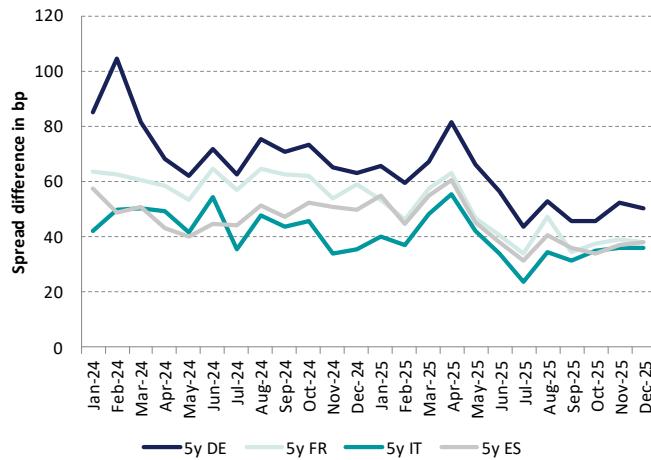
Ökonomische und politische Entwicklungen im Fokus

Nach einer deutlichen Korrektur des Bund-Swap-Spreads Ende 2024 gerieten auch die Spreads von Covered Bonds unter Druck. Ausgangspunkt bildeten dabei die steigenden Sekundärmarktplaatspreads im Segment SSA/Public Issuers. Die traditionell bereits eher geringen Spreaddifferenzen zwischen diesen beiden Assetklassen reduzierten sich infolgedessen noch weiter. Im Kontrast dazu waren Senior Bonds, in unserer generischen Spreadbetrachtung, i.d.R. prozentual deutlich geringer von Ausweitungstendenzen betroffen. Insgesamt ist im Jahr 2025 aber für alle drei hier betrachteten Assetklassen eine durchaus beachtliche Sekundärmarktpfomrmance zu konstatieren. Exemplarisch reduzierten sich die Spreads von deutschen Senior Bonds sowohl in den Formaten Preferred als auch Non-Preferred um mehr als 30 Basispunkte seit Ende Dezember 2024. Neben dem unterstützenden Sentiment wurde die Performance bei den Seniors insbesondere durch die positive Entwicklung des europäischen Bankensektors unterstützt. So konstatiert die EZB in ihrem jährlich erscheinenden [Financial Stability Review](#) mit Blick auf den europäischen Bankensektor eine hohe Profitabilität sowie umfangreiche Kapital- und Liquiditätspuffer. Als Risikofaktor identifizieren die Währungshüter vom Main die Kreditvergabe an Unternehmen mit einer hohen Sensitivität gegenüber neuen möglichen Zollschränken. Diese anhaltende positive Entwicklung im Bankensektor manifestierte sich insbesondere in Südeuropa in verbesserten Bewertungen durch die Ratingagenturen. Unterstützend wirkten hier zweifelsohne die in diesem Jahr ebenfalls angehobenen Sovereign-Ratings einiger dieser Staaten. So hoben die Ratingexperten von Moody's erst im November das Sovereign-Rating Italiens um einen Notch auf Baa2 an, nachdem Spanien bereits im September ein Ratingupgrade auf A3 erhalten hatte. Ursächlich für die Ratingupgrades zeigte sich laut Moody's insbesondere die verbesserte ökonomische Situation in den beiden Ländern sowie im Fall von Italien die anhaltende politische Stabilität. Trotz einer positiven Entwicklung des Bankenmarktes ist die Situation in Frankreich eine spürbar andere. Hier wurde das Jahr von Ratingdowngrades für den Zentralstaat geprägt, die ungelösten ökonomischen und politischen Problemen Rechnung trugen.

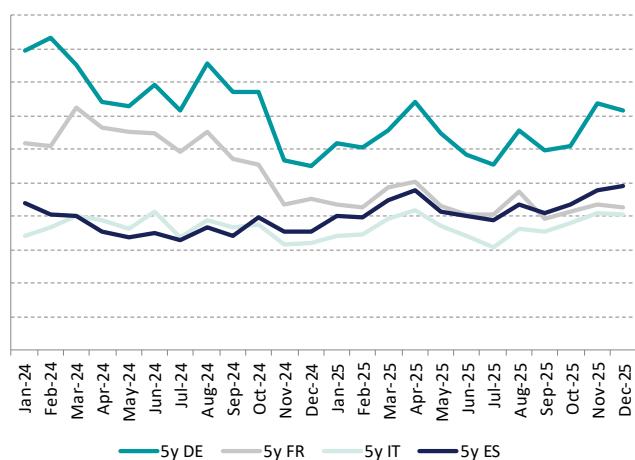
Spreaddivergenzen spiegeln veränderte Risikowahrnehmung wider

Zur Verdeutlichung der unterschiedlichen Relative Value-Entwicklung haben wir für vier ausgewählte europäische Staaten den Quotienten aus Senior und Covered Bonds gebildet. Dieser ermöglicht es uns, die unterschiedlichen Trends in den einzelnen europäischen Jurisdiktionen besser zu vergleichen. Dabei fokussieren wir uns auf EUR-Benchmarktransaktionen aus Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Neben einem allgemeinen Trend zu einer stärkeren Spreadkompression weisen die Länder eine teilweise deutlich voneinander abweichende Dynamik auf. So sank der Quotient zwischen französischen Anleihen aus dem Senior Non-Preferred-Segment und Covered Bonds, während wir in allen drei anderen Jurisdiktionen eine gegenläufige Entwicklung in diesem Jahr beobachten konnten. So handeln Senior Non-Preferred Bonds aus Frankreich am aktuellen Rand nur noch 2,1x über gedeckten EUR-Benchmarkanleihen, während der Faktor Ende 2024 noch 2,3x betrug. Im Kontrast dazu stieg die Spreaddifferenz zwischen den beiden Assetklassen in Italien von 1,6x auf über 2,0x an. In dieser Entwicklung kommt unserer Ansicht nach die veränderte Risikobewertung der Marktteilnehmer hinsichtlich der politischen Stabilität und der Haushaltslage in den beiden Jurisdiktionen zum Ausdruck. Diese zusätzlichen Unsicherheitsfaktoren üben offenbar mehr Druck auf die Spreads von Covered Bonds aus als auf Anleihen aus dem Senior-Segment. Dies kann unserer Meinung nach insbesondere auf die geringen Spreaddifferenzen von Covered Bonds zu Anleihen von öffentlichen Emittenten zurückzuführen sein.

Spreaddifferenz Covereds vs. Senior (Non-Pref.)



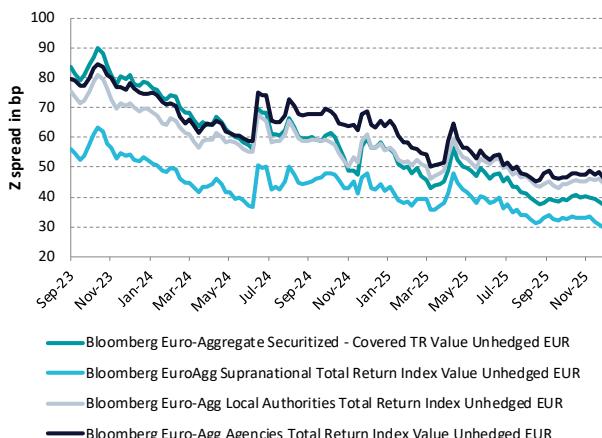
Quotient Spreads Covereds vs. Senior (Non-Pref.)



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

SSA-Segment als Ankerpunkt für die Spreadentwicklung von Covered Bonds

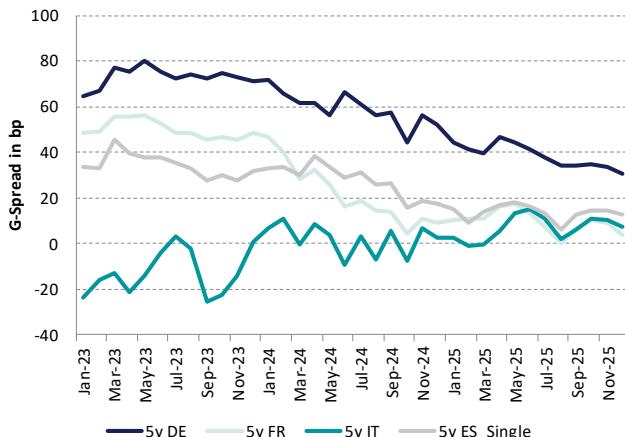
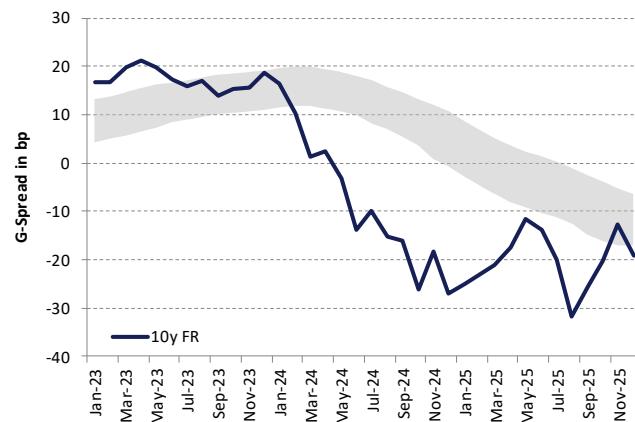
Anleihen aus dem SSA/Public Issuers-Universum dienen traditionell als Ankerpunkte für die Spreadentwicklung von Covered Bonds. Bei historisch geringen Spreaddifferenzen zwischen Covered Bonds und Anleihen von öffentlichen Emittenten führt ein Spreadanstieg bei zweiteren (mit einem geringen zeitlichen Verzug) in der Regel auch zu einer analogen Entwicklung bei den gedeckten Benchmarkanleihen. So hat sich die Differenz zwischen Benchmarkanleihen der KfW und Pfandbriefen in den vergangenen zwei Jahren fast halbiert. Vor diesem Hintergrund stehen französische Covered Bonds stärker unter Druck als Deutsche Pfandbriefe. Die Beispiele Italien und Spanien zeigen, dass politische Stabilität und eine solide Haushaltsführung auch Implikationen für den Relative Value der drei hier betrachteten Assetklassen haben. Darüber hinaus trägt die positive Entwicklung im Bankensektor ebenfalls zur Performance der Anleihen aus dem Senior-Universum bei.

Z-Spread: Covereds vs. SSA vs. Financials**EUR BMK: Pfandbriefe vs. KfW**

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Sovereign Bonds als maßgeblicher Treiber der Relative Value-Betrachtung

Eine vergleichbare Spreadkompression wie zwischen Anleihen aus dem SSA/Public Issuers-Universum und Covered Bonds zeigt sich auch mit Blick auf die Entwicklung gegenüber Sovereign Bonds (G-Spread) in den vergangenen Jahren. Dies sollte aber aufgrund der Nähe zwischen den unterschiedlichen öffentlichen Emittenten nicht weiter verwundern. Eine Ausnahme bildet unter den vier betrachteten Staaten Italien, wo wir einen Anstieg des G-Spreads konstatieren können. Dies ist unserer Ansicht nach insbesondere auf eine bessere ökonomische Situation bei anhaltender Kostendisziplin und stabileren politischen Verhältnissen zurückzuführen. In den vergangenen Jahren war es darüber hinaus nicht unüblich, dass insbesondere langlaufende Covered Bonds aus Italien innerhalb von italienischen Staatsanleihen handeln. In Frankreich führt die angespannte Haushaltsslage in Kombination mit den komplexen Mehrheitsverhältnissen in der französischen Nationalversammlung zu einer ähnlichen Situation wie wir sie in Italien bereits seit einigen Jahren beobachten. Französische Covered Bonds mit langen Laufzeiten handeln mittlerweile auch oftmals unterhalb von französischen Staatsanleihen (OATs). Den Spreadanstieg der OATs sehen wir auch als Hauptgrund für die geringere Differenz zwischen Covered Bonds und Senior Bonds aus der Grande Nation an, da sich dieser sich über das SSA/Public Issuers-Universum mittelbar auch auf die Spreads von Covered Bonds auswirkt.

G-Spread (5y; generisch)**G-Spread Frankreich (10y; generisch)**

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Eine Frage der Attraktivität

Unter Attraktivitätsgesichtspunkten haben Covered Bonds gegenüber Senior Bonds mit Blick auf ihren Relative Value in den vergangenen Monaten deutlich hinzugewonnen. Dies scheint für französische Covered Bonds noch etwas ausgeprägter zu sein als für ihre Peers aus Deutschland, Italien und Spanien. Unserer Ansicht nach ist dies eher dem Druck ausgehend von der Entwicklung der OATs geschuldet als einer sich von den anderen Jurisdiktionen unterscheidenden Risikobeurteilung der Assetklassen Covered Bonds und Seniors durch die Investoren. Darüber hinaus scheint das Investoreninteresse in beiden Assetklassen weiterhin ungebrochen hoch zu sein. So stießen auch bis weit in den November hinein Primärmarktdeals aus beiden Assetklassen auf ein ungebrochen hohes Investoreninteresse. Entsprechend rechnen wir am aktuellen Rand auch nicht mit einer starken gegenläufigen Bewegung, die die Spreaddifferenzen zwischen den Assetklassen wieder ansteigen lassen könnte. Vielmehr wird der Fokus der Investoren unserer Ansicht nach auch im kommenden Jahr auf der ökonomischen Situation und der politischen Unsicherheit in ausgewählten europäischen Staaten liegen. Insbesondere in Frankreich sehen wir am aktuellen Rand kaum Anzeichen für eine sich abzeichnende Kehrtwende, die auch den Relative Value zwischen den Assetklassen wieder auf das alte Niveau ansteigen lassen könnte. Entsprechend sollten französische Covered Bonds auch kurzfristig nichts von ihrer Attraktivität einbüßen.

Fazit

In den vergangenen zwei Jahren haben Covered Bonds gegenüber Senior Bonds in der Relative Value-Betrachtung deutlich an Attraktivität gewonnen. Der generelle Trend einer anhaltenden Spreadkompression lässt sich über alle Jurisdiktionen hinweg beobachten, auch wenn er in seiner Intensität je nach Staat unterschiedlich stark ausfällt. Während der Quotient sich zwischen Senior-Anleihen und Covered Bond-Spreads in den vergangenen zwei Jahren insbesondere in Italien ausgeweitet hat, ist für Frankreich ein gegenläufiger Trend zu konstatieren. Ursächlich dafür zeigt sich unserer Ansicht nach der aus der Kombination aus politischer Instabilität und einem hohen Haushaltsdefizit entstehende Druck auf französische Staatsanleihen, der in höheren Spreads für Sovereign Bonds und französische Emittenten aus dem SSA/Public Issuers-Universum zum Ausdruck kommt. Aufgrund der geringen Spreaddifferenzen zwischen Covered Bonds und Anleihen von öffentlichen Emittenten wirken sich Wideningtendenzen bei öffentlichen Emittenten stärker auf gedeckte Anleihen aus als auf Senior Bonds. Vor dem Hintergrund der weiterhin ungelösten Probleme der Grande Nation rechnen wir am aktuellen Rand auch nicht damit, dass sich dieser Trend kurzfristig umkehren sollte.

SSA/Public Issuer

Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien

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

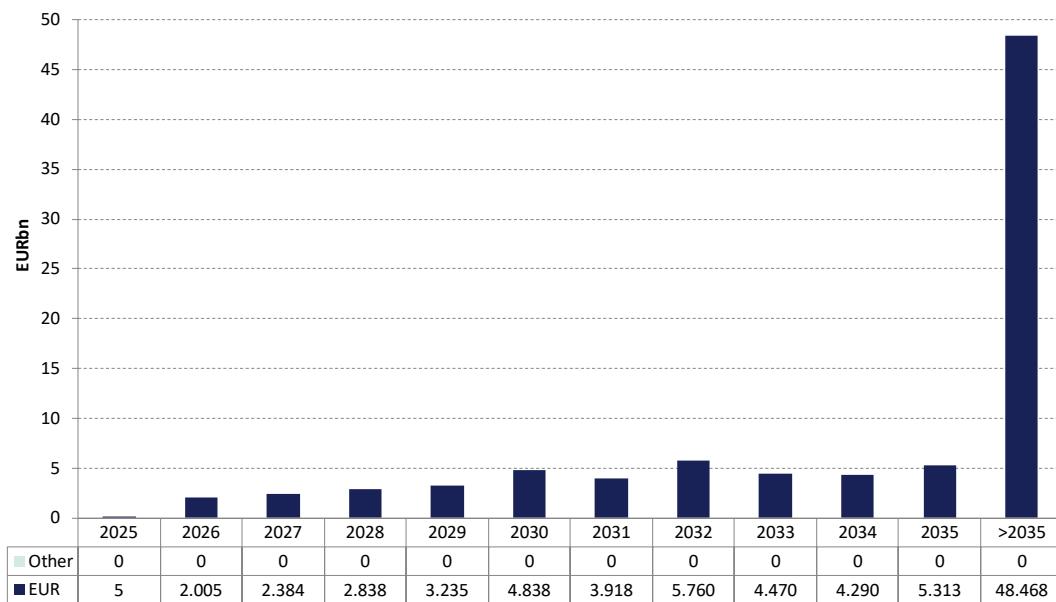
Einleitung: Belgische Sub-Sovereigns im Fokus

Die Publikation „Beyond Bundesländer: Belgien“ ist ein fester Bestandteil unserer Reihe *Public Issuers Special*, wozu auch Veröffentlichungen z.B. zu dem [Großraum Paris \(IDF/VDP\)](#), [Spanien](#) oder auch [Portugal](#) gehören. Die analysierten Sub-Sovereigns können aufgrund einer Vielzahl an unterschiedlichen Emittenten und (in bestimmten Laufzeitbereichen) erkennbaren Pick-ups, Opportunitäten im Vergleich zu belgischen Staatsanleihen oder [deutschen Ländern](#) darstellen. Im Rahmen dieses Teasers soll ein kurzer Überblick zu den belgischen Emittenten vermittelt werden, welche wir hinsichtlich wirtschaftlicher, politischer und regulatorischer Aspekte ausführlicher in der zeitnah erscheinenden Studie beleuchten werden.

Gliederung Belgiens

Der Fokus liegt hierbei erneut auf den Ebenen unterhalb des Föderalstaats und den Gemeinschaften – den Regionen und Provinzen. Es gibt drei regionale Einrichtungen, die nach ihrem jeweiligen Territorium benannt sind: Von Norden nach Süden betrachtet sind dies die Flämische Region (Flandern), die Region Brüssel-Hauptstadt und die Wallonische Region (Wallonien). Neben den drei Regionen zählt der Föderalstaat drei Gemeinschaften, die über die Sprache definiert werden: Die Flämische, Französische und Deutschsprachige Gemeinschaft. Während die Flämische Gemeinschaft ihre Kompetenzen in den flämischen Provinzen und in Brüssel ausübt, findet sich die Französische Gemeinschaft in den wallonischen Provinzen und ebenfalls in Brüssel wieder. Die Deutschsprachige Gemeinschaft Belgiens ist die mit Abstand kleinste und umfasst neun Gemeinden im äußersten Osten der wallonischen Provinz Lüttich. Die drei Sprachgemeinschaften wurden mit der ersten Staatsreform (1970) eingeführt. Die Zuständigkeitsbereiche der Regionen und Gemeinschaften wurden daraufhin immer wieder in verschiedenen Reformen erweitert. Durch die zweite Staatsreform (1980) erhielten Flandern und Wallonien sowohl ein Parlament als auch eine Regierung. Die Region um die Hauptstadt Brüssel erhielt ihre Institutionen dagegen erst im Zuge der dritten Staatsreform (1988/89). Die Mitglieder der Regionalparlamente werden alle fünf Jahre von der Bevölkerung direkt gewählt. Neben dem Regionalparlament und der Regionalregierung gibt es in Wallonien Parlamente und Regierungen der Französischsprachigen und Deutschsprachigen Gemeinschaft. Somit gibt es in Wallonien faktisch drei Parlamente und drei Regierungen. In Flandern wiederum sind die Regionaleinrichtungen und die Einrichtungen der Flämischen Gemeinschaft verschmolzen, weshalb es hier nur ein Parlament und eine Regierung gibt. Sowohl die Regionen als auch die Gemeinschaften können in bestimmten Bereichen legislative Zuständigkeiten ausüben. Die jüngste Wahl zur belgischen Abgeordnetenkammer fand am 09. Juni 2024 parallel zur letzten Europawahl statt. Am selben Tag wurden auch das flämische Parlament sowie die Parlamente Walloniens und der Region Brüssel-Hauptstadt neu gewählt. Die Föderalwahlen erfolgen regulär alle fünf Jahre. Während sich in den Regionen aufgrund klarer Mehrheitsverhältnisse rasch Koalitionen bilden konnten, blieb die Bildung einer neuen föderalen Regierung aufgrund der stark regional verankerten Parteienlandschaft und der ideologischen Fragmentierung über Sprachgrenzen hinweg komplex. Nach 234 Tagen politischer Verhandlungen gelang Belgien am 31. Januar 2025 die Bildung einer neuen föderalen Regierung.

Ausstehende Anleihen aller belgischer Emittenten nach Währungen

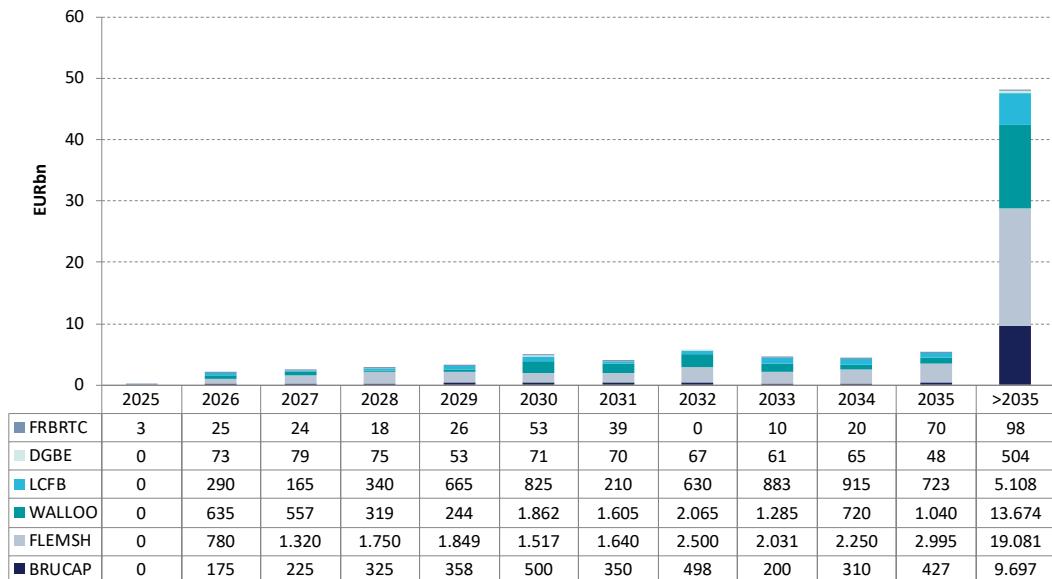


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; Werte in der Tabelle in EUR Mio.

Ausstehende Volumina am belgischen Sub-Sovereign-Markt

Der regionale Gesamtmarkt umfasst derzeit EUR 87,5 Mrd. verteilt auf 835 Anleihen. Hier liegen FLEMSH mit EUR 37,7 Mrd. und WALLOO mit EUR 24,0 Mrd. weit vor den anderen Emittenten. Es folgen BRUCAP mit EUR 13,1 Mrd. sowie LCFB mit EUR 10,8 Mrd. DGBE mit EUR 1,2 Mrd. und FRBRTC mit EUR 0,4 Mrd. vervollständigen das Bild. FLEMSH führt dieses Ranking seit Jahren an. Aufgrund der verstärkten Emissionstätigkeit durch Benchmarkanleihen konnte WALLOO inzwischen zum zweitgrößten Emittenten aufsteigen. Die Emittenten verfolgen dabei insgesamt eine sehr langfristige Refinanzierungsstrategie – EUR 48,5 Mrd. bzw. 55,4% der ausstehenden Bonds werden erst nach 2035 fällig.

Ausstehende Anleihen ausgewählter belgischer Emittenten



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Haftungsmechanismus und Regulatorik

Erwähnenswert ist, dass es weder einen horizontalen Finanzausgleich noch eine explizite Garantie des Königreich Belgiens für die Regionen gibt. Das fiskalische Verhältnis ist vertikal organisiert: Der Föderalstaat verteilt Einnahmen gemäß dem [Finanzgesetz von 1989](#), welches die Finanzierung der Regionen und Gemeinschaften über festgelegte Transfers regelt. Diese Struktur ist auch Ausdruck der politischen Spannungen zwischen Flandern, Wallonien und Brüssel, die sich wiederholt in der Haushalts- und Kompetenzverteilung niederschlagen. Ein expliziter Haftungsmechanismus zwischen Föderalstaat und Sub-Sovereigns besteht nicht. Allerdings sieht es bspw. die Ratingagentur Moody's als „hochwahrscheinlich“ an, dass die Föderalregierung den Sub-Sovereigns im Falle von Zahlungsschwierigkeiten unter die Arme greifen würde – insbesondere vor dem Hintergrund des Finanzgesetzes von 1989. Dieses regelt die Berechtigung von Regionen und Gemeinden, unzureichende oder nicht fristgerechte Transferzahlungen der Zentralregierung durch von eben dieser garantierten Darlehen auszugleichen. In der bevorstehenden Studie nehmen wir eine Einordnung in die regulatorischen Rahmenwerke vor. Die Ergebnisse nehmen wir in der nachstehenden Tabelle vorweg, unserer Ansicht nach profitieren Anleihen der belgischen Regionen im Allgemeinen von denselben regulatorischen Vorteilen wie bspw. Bonds [deutscher Länder](#).

Regulatorische Zusammenfassung für belgische Regionen

Risikogewichtung	0% (EBA-Liste)
LCR-Klassifizierung	Level 1
NSFR-Klassifizierung	0%
Solvency II-Klassifizierung	Präferiert (0%)

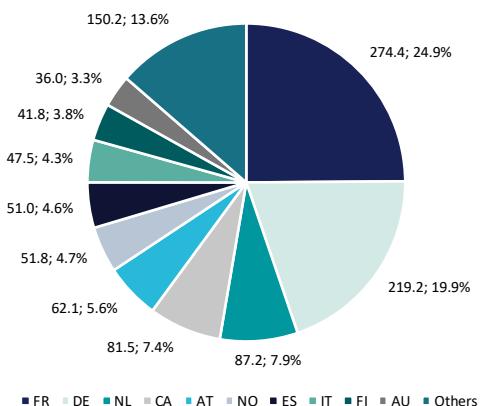
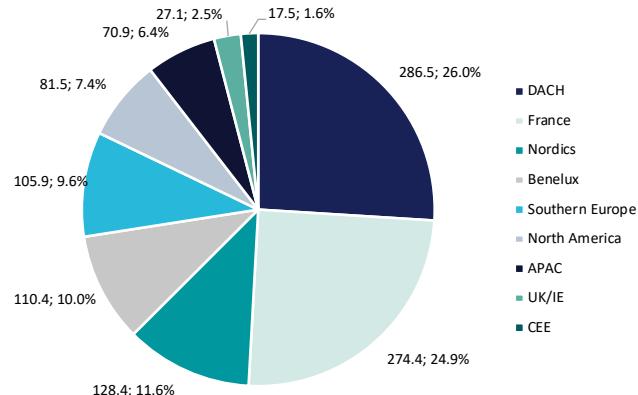
Quelle: NORD/LB Floor Research

Fazit

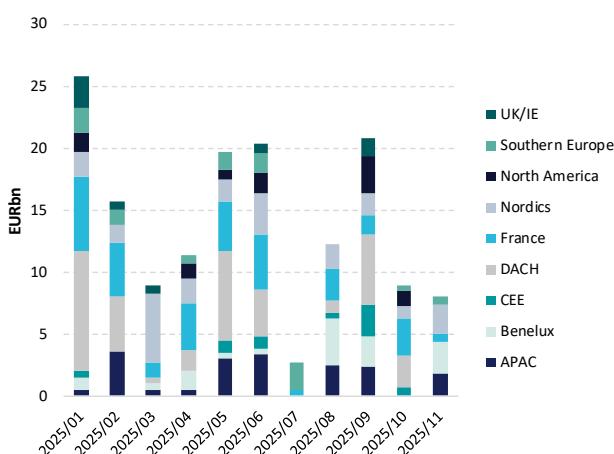
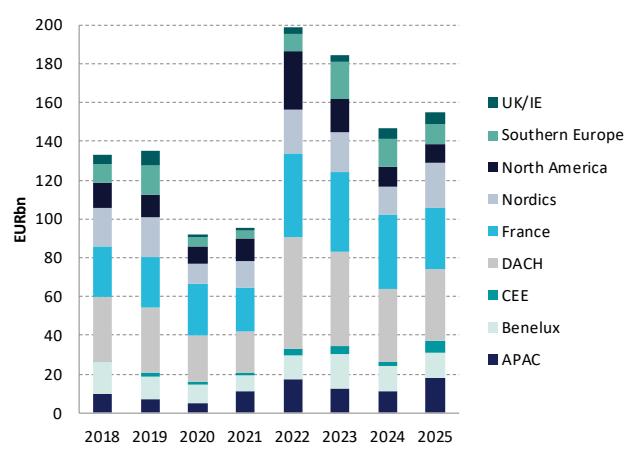
Die im Rahmen unserer bald erscheinenden Publikation analysierten belgischen Gebietskörperschaften erweitern das klassische SSA-Portfolio um zusätzliche Laufzeit- und Spread-Dimensionen und tragen so zur Diversifikation bei. Dass in diesem Marktsegment immer wieder Opportunitäten entstehen, zeigt die Entwicklung des ausstehenden Volumens auf EUR 87,5 Mrd. im Jahr 2025 nach EUR 71,5 Mrd. vor rund einem Jahr. Besonders die Programme von FLEMSH und WALOO gewinnen zunehmend an Marktbreite, auch wenn der belgische Sub-Sovereign-Sektor im europäischen Vergleich strukturell klein bleibt und ausschließlich in Euro denominiert ist. Das Auslaufen der Wertpapierankäufe der EZB im Rahmen von APP und PEPP verschiebt die Nachfrage stärker in Richtung privater Investoren und erhöht die Bedeutung einer klaren und verlässlichen Haushaltsführung. Regionale Emittenten mit solider Kreditqualität treten damit verstärkt in den Vordergrund. Für ESG-orientierte Anleger hat sich der belgische Sub-Sovereign-Sektor als ernstzunehmende Alternative zu deutschen Ländern etabliert. Flandern, Wallonien und die Fédération Wallonie-Bruxelles verfügen über etablierte Sustainable Finance-Rahmenwerke und nutzen Green, Social sowie Sustainability Bonds zunehmend für strategische Investitionen, insbesondere in Energieeffizienz, Bildung und Infrastruktur. Auch Private Placements bleiben ein bewährtes Instrument, um spezifische Laufzeiten oder Volumina flexibel zu adressieren. Alle Details zur belgischen Volkswirtschaft, dem Markt für Regionalanleihen sowie sämtlichen Emittenten entnehmen Sie bitte dem in naher Zukunft erscheinenden Public Issuers Special „Beyond Bundesländer: Belgien“.

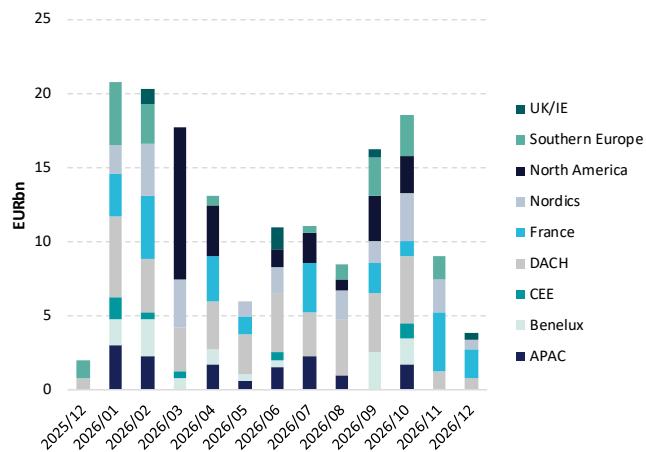
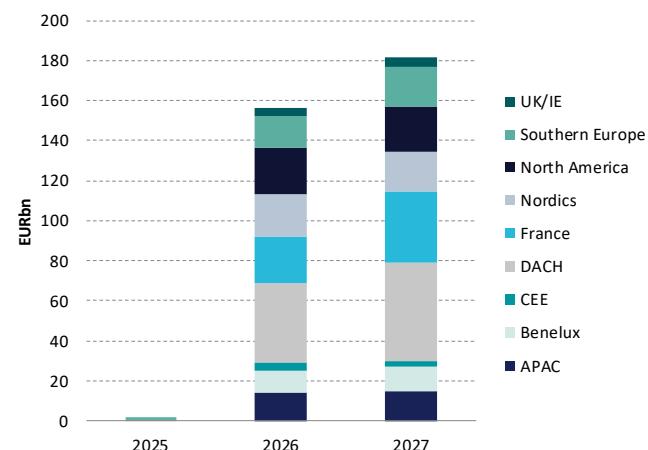
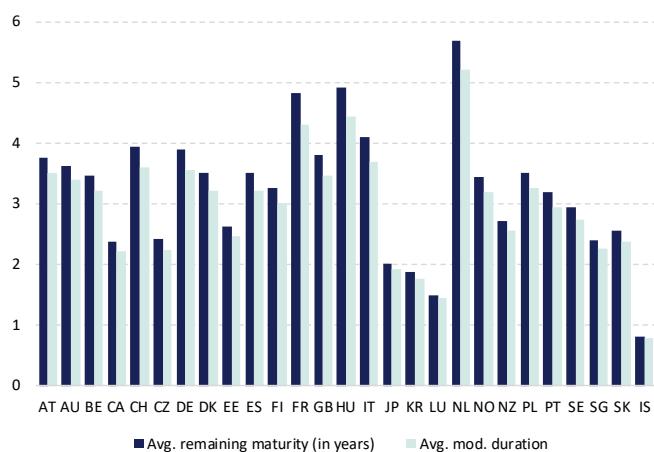
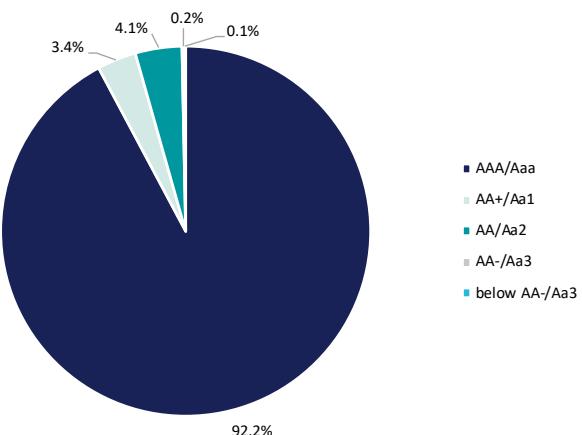
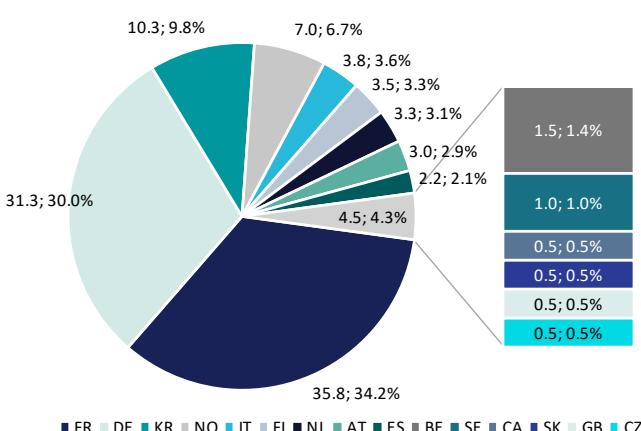
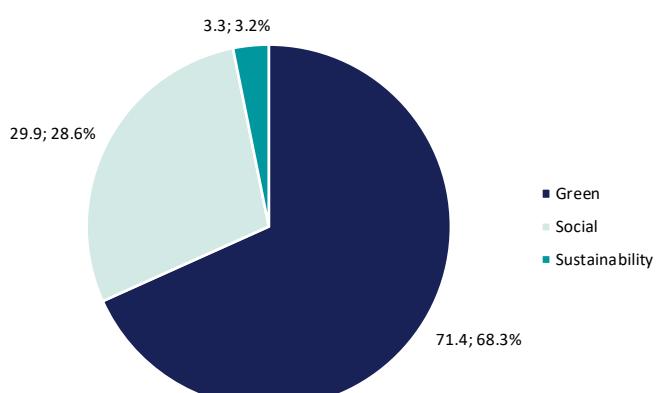
Charts & Figures

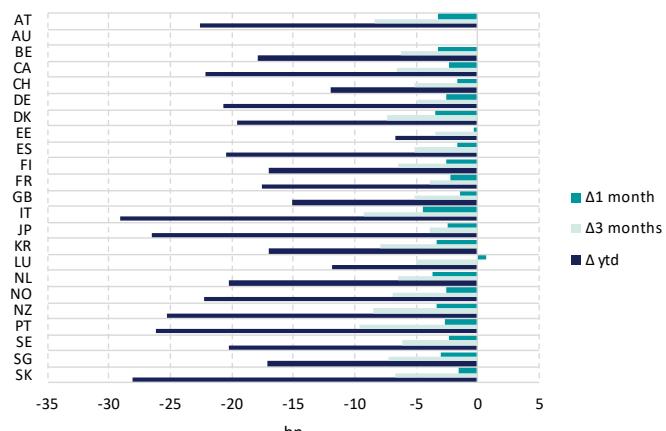
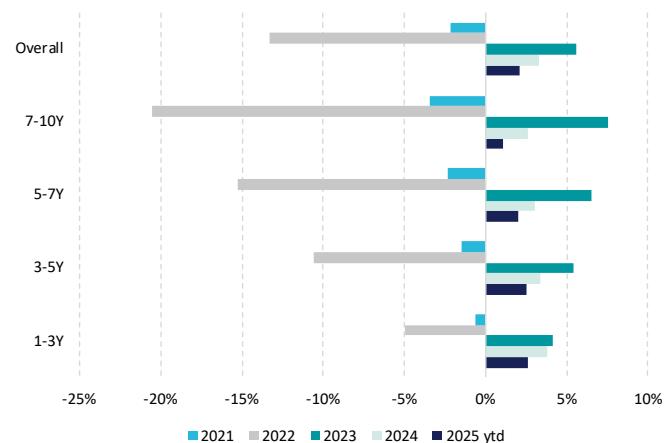
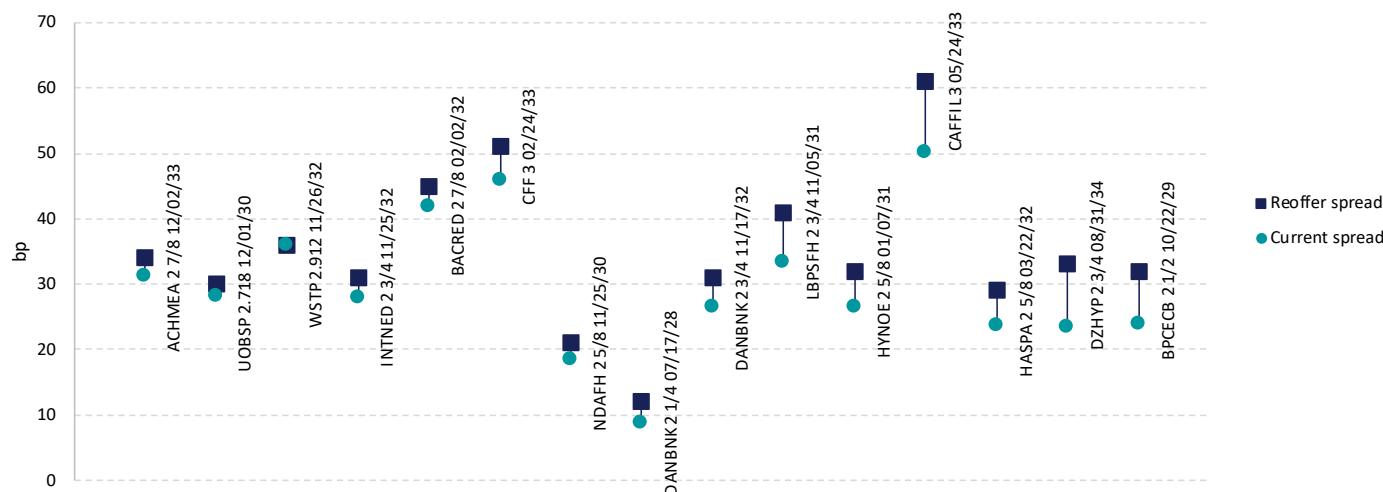
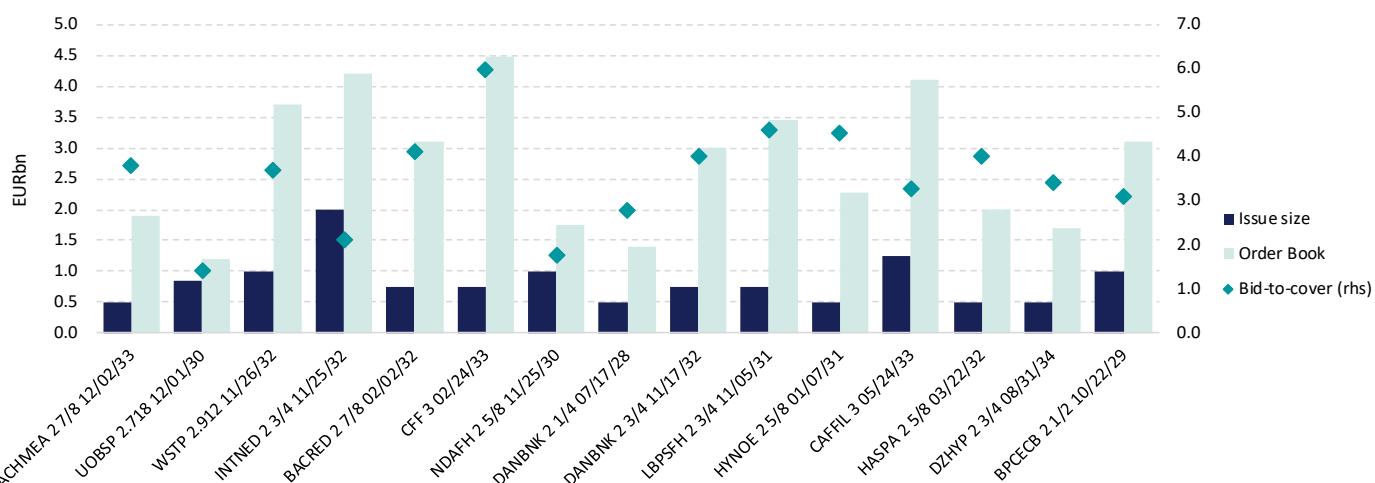
Covered Bonds

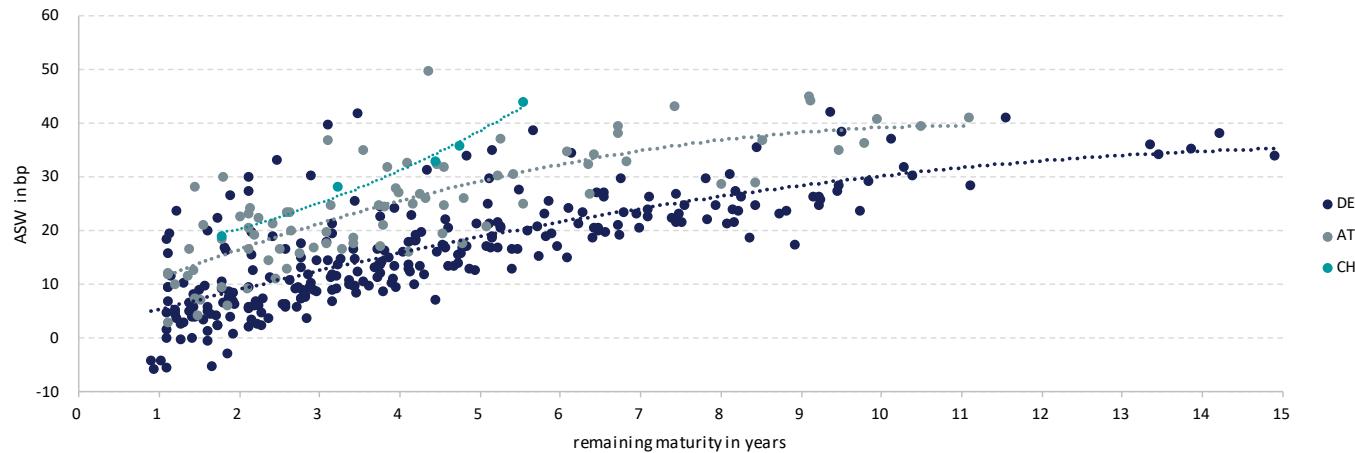
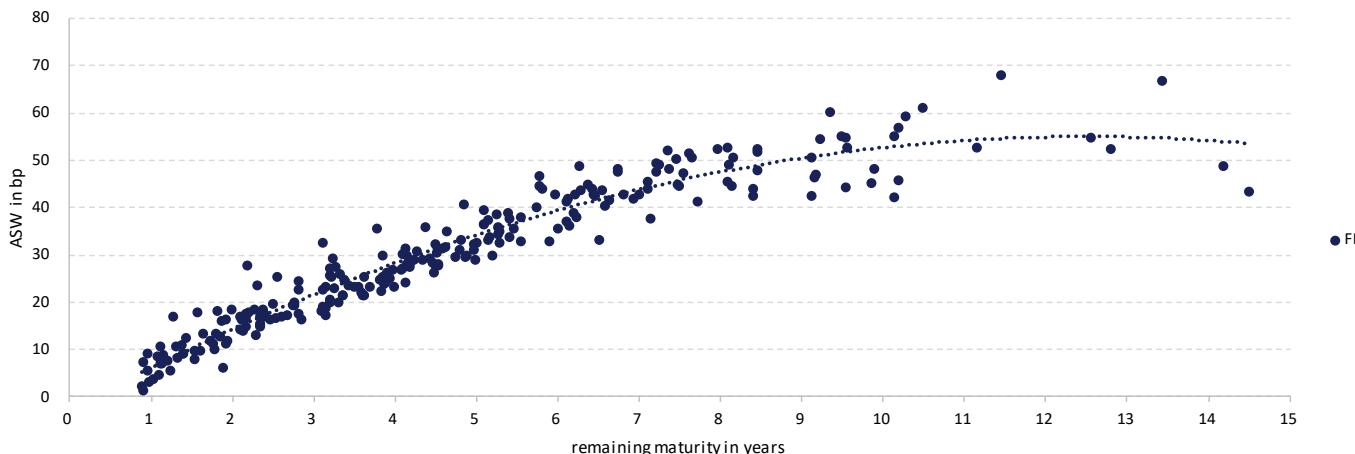
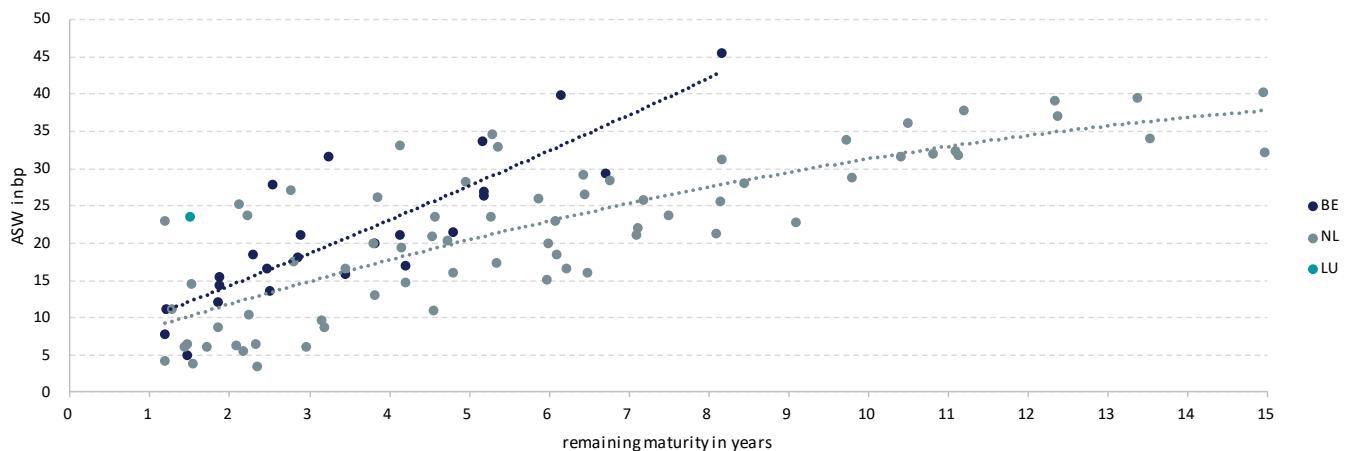
EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)**EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)****Top 10-Jurisdiktionen**

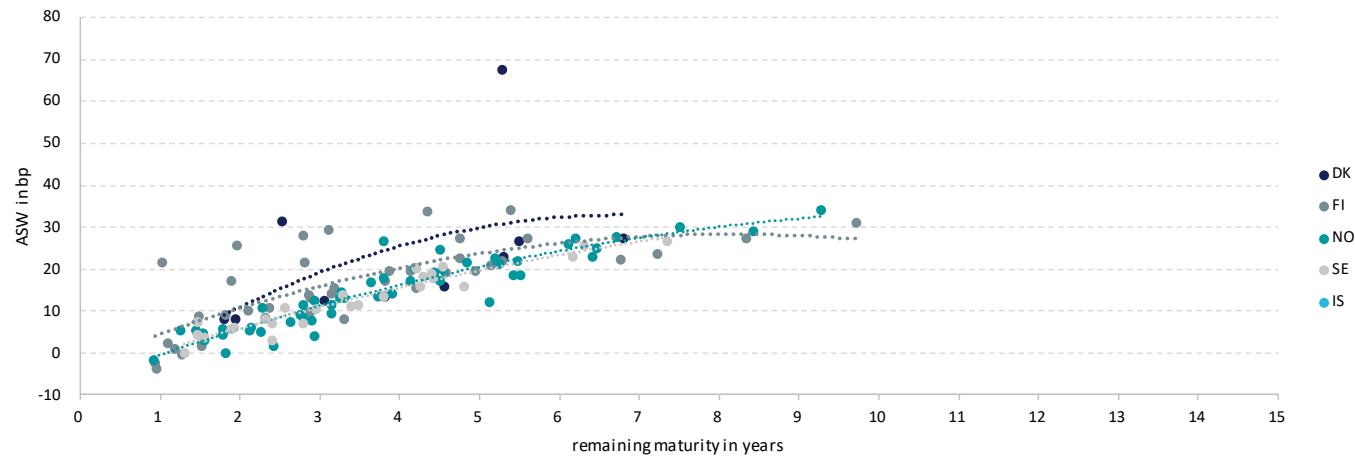
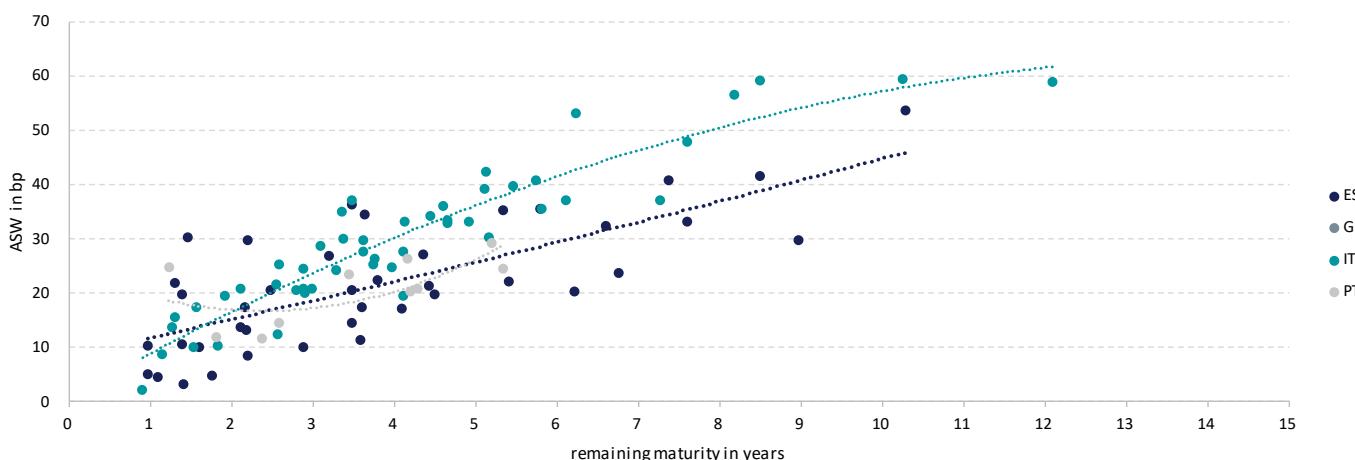
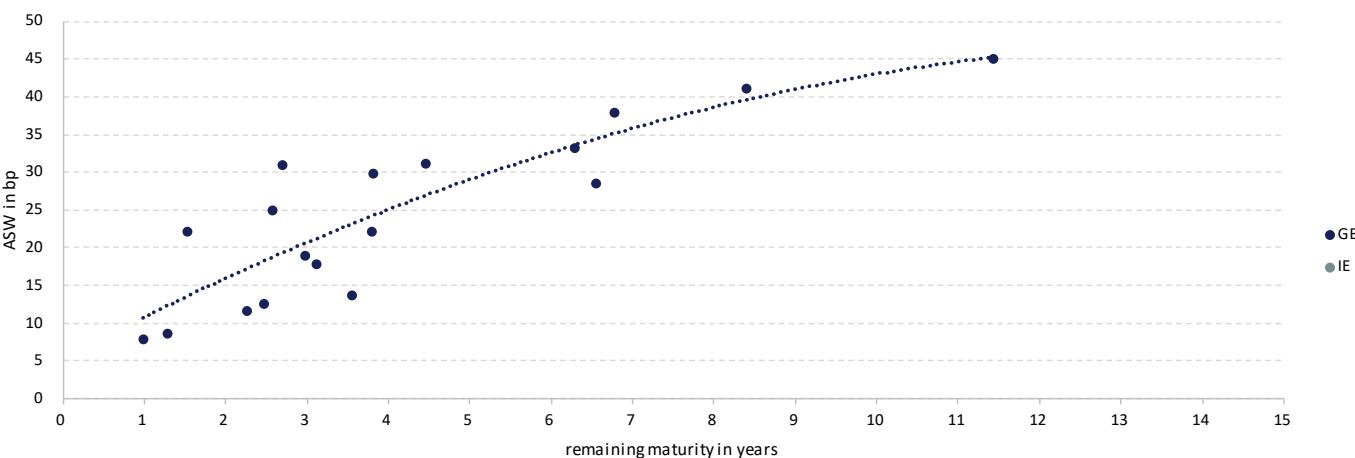
Rank	Country	Amount outst. (EURbn)	No. of BMKs	There of ESG BMKs	Avg. issue size (EURbn)	Avg. initial maturity (in years)	Avg. mod. Duration (in years)	Avg. coupon (in %)
1	FR	274.4	267	37	0.97	9.0	4.3	1.72
2	DE	219.2	309	49	0.66	7.7	3.6	1.77
3	NL	87.2	85	4	0.96	10.3	5.2	1.58
4	CA	81.5	60	1	1.34	5.5	2.2	1.70
5	AT	62.1	103	5	0.60	7.9	3.5	1.68
6	NO	51.8	61	10	0.85	7.1	3.2	1.43
7	ES	51.0	44	4	1.05	10.1	3.2	2.29
8	IT	47.5	61	6	0.75	8.1	3.7	2.18
9	FI	41.8	50	4	0.82	6.6	3.0	1.94
10	AU	36.0	35	0	1.03	7.2	3.4	1.96

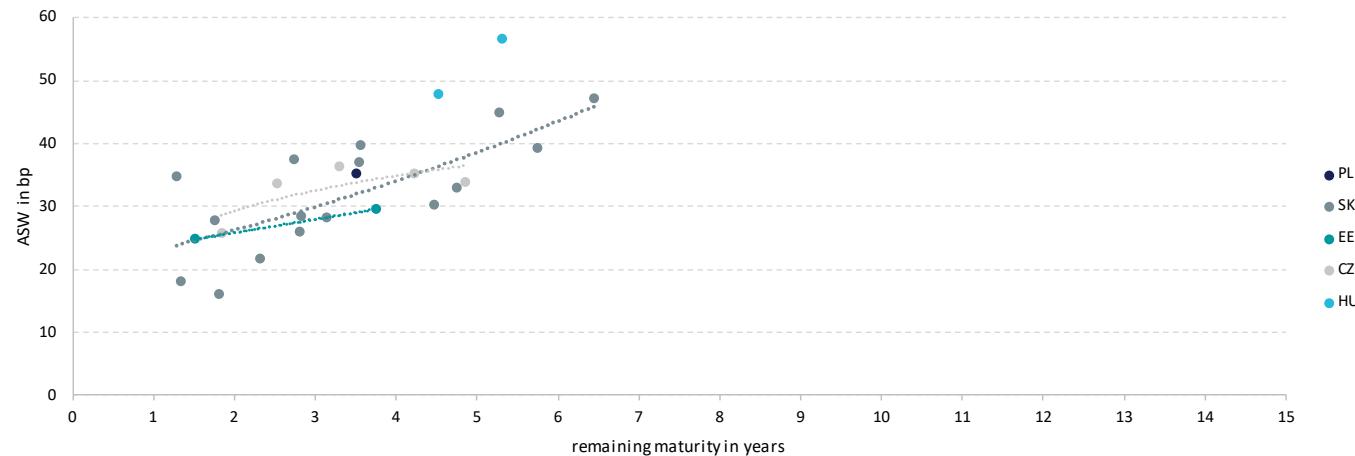
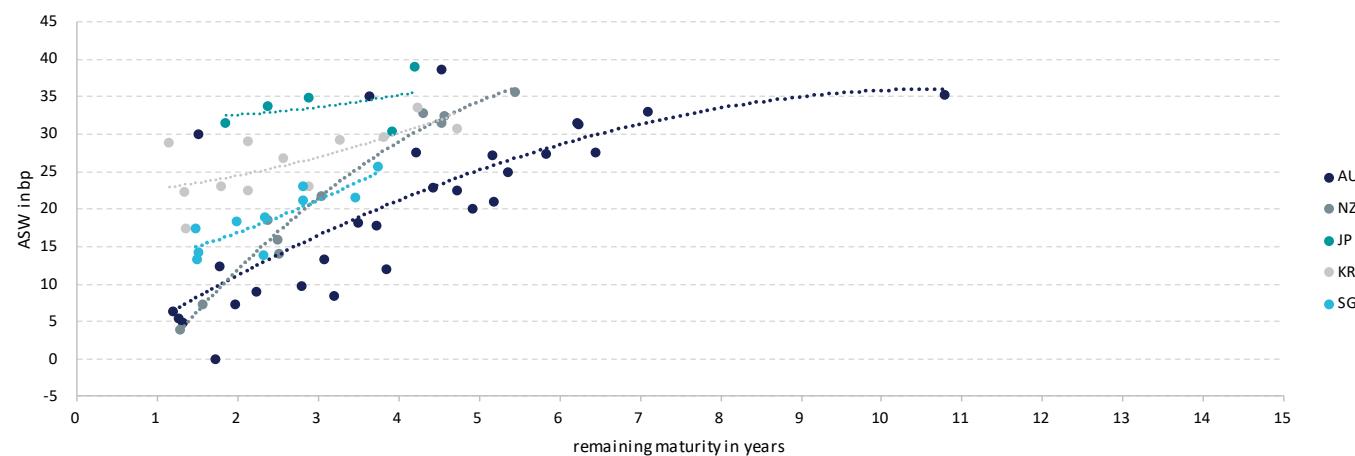
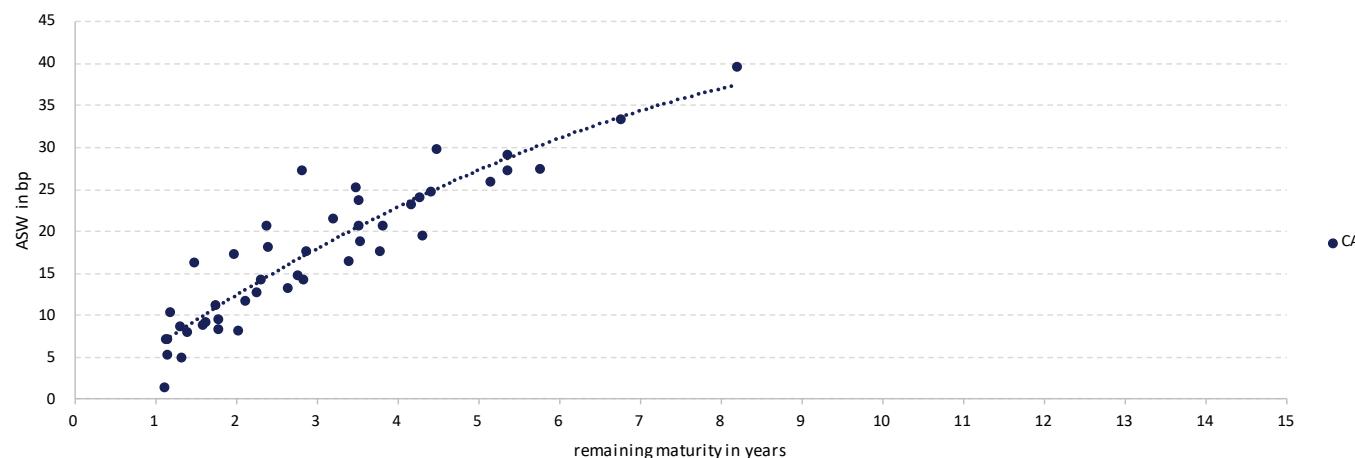
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat**EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr**

EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr****Modified Duration und Restlaufzeit nach Land****Ratingverteilung (volumengewichtet)****EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)****EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)**

Spreadveränderung nach Land**Covered Bond Performance (Total Return)****Spreatentwicklung der letzten 15 Emissionen****Orderbücher der letzten 15 Emissionen**

Spreadübersicht¹**DACH**   **France**  **Benelux**   

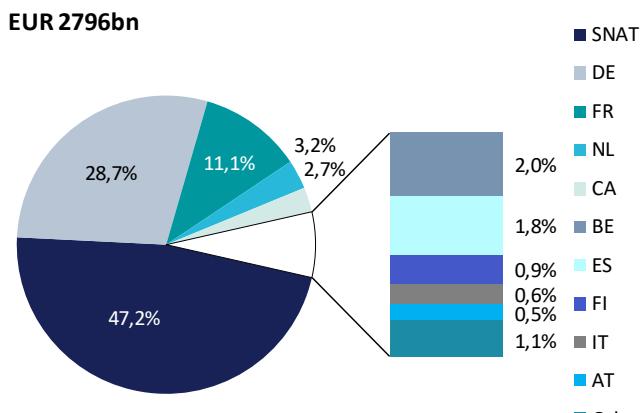
Nordics **Southern Europe** **UK/IE** 

CEE **APAC** **North America** 

Charts & Figures

SSA/Public Issuers

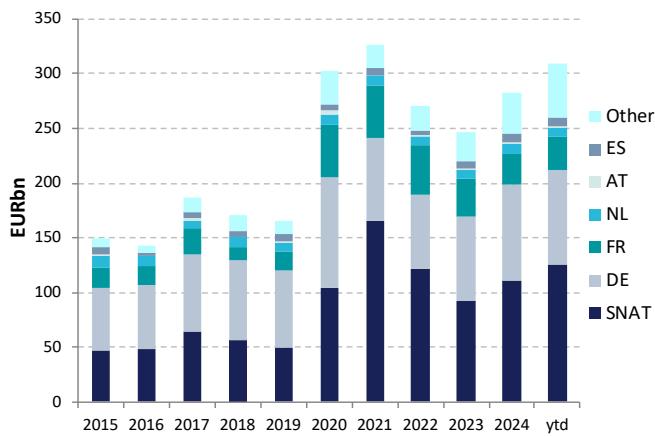
Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen



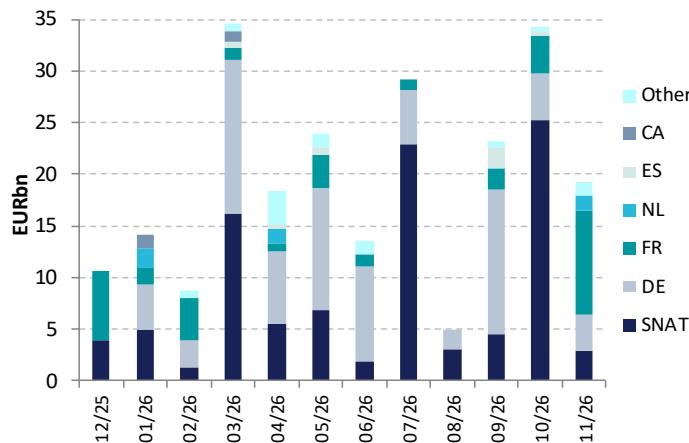
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	Ø Vol. (EURbn)	Vol. weight. Ø Mod. Dur.
SNAT	1.320,7	263	5,0	7,6
DE	801,8	610	1,3	5,7
FR	311,7	205	1,5	5,2
NL	88,2	69	1,3	5,9
CA	75,0	67	1,1	6,1
BE	57,0	52	1,1	9,4
ES	51,4	75	0,7	4,7
FI	26,2	27	1,0	3,9
IT	17,3	22	0,8	4,1
AT	14,5	21	0,7	5,2

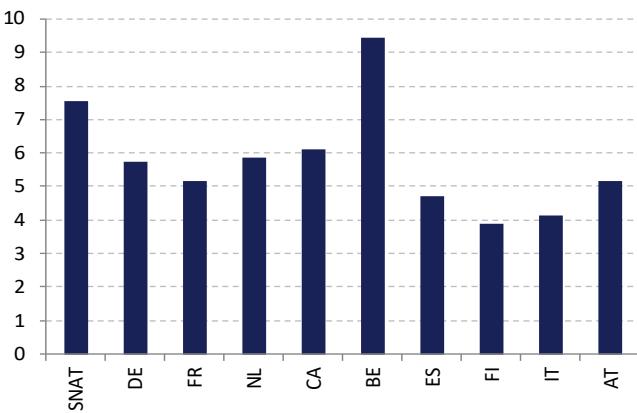
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



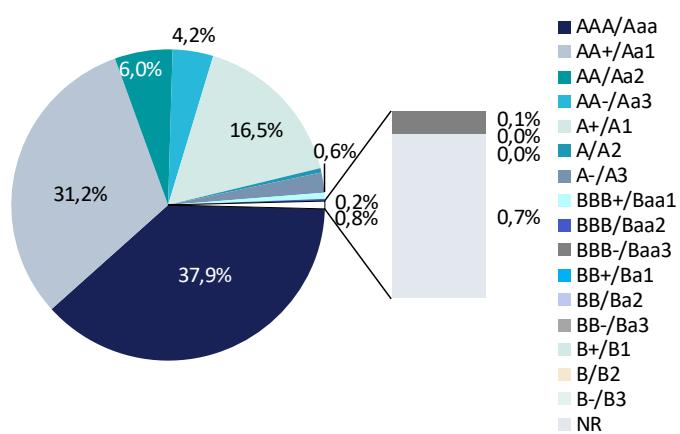
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



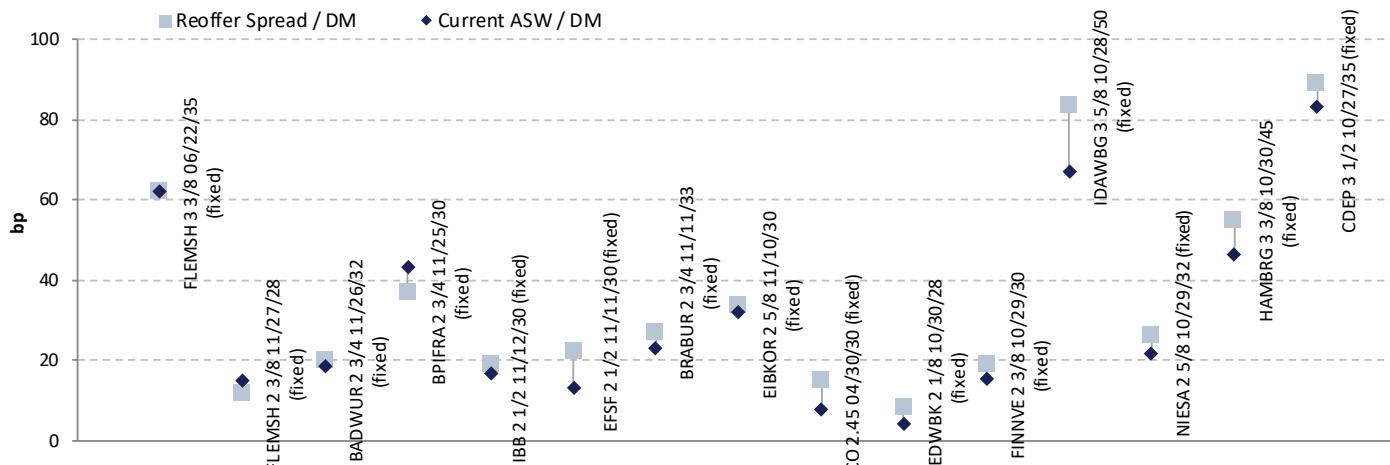
Vol. gew. Modified Duration nach Land



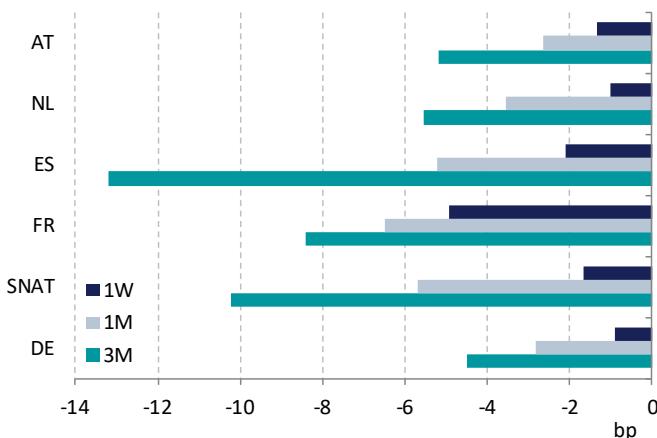
Ratingverteilung (volumengewichtet)



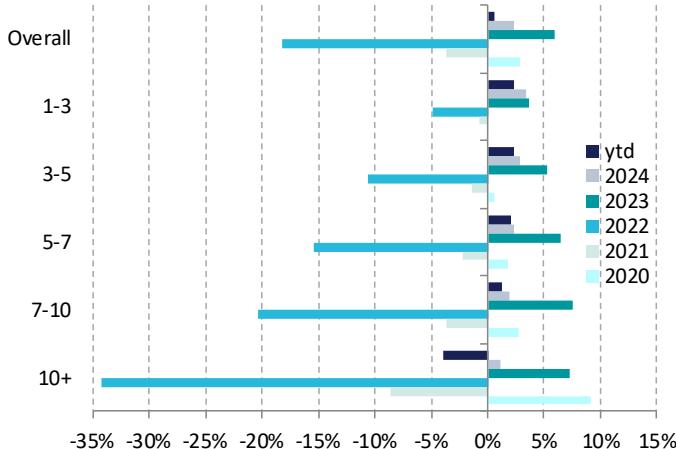
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



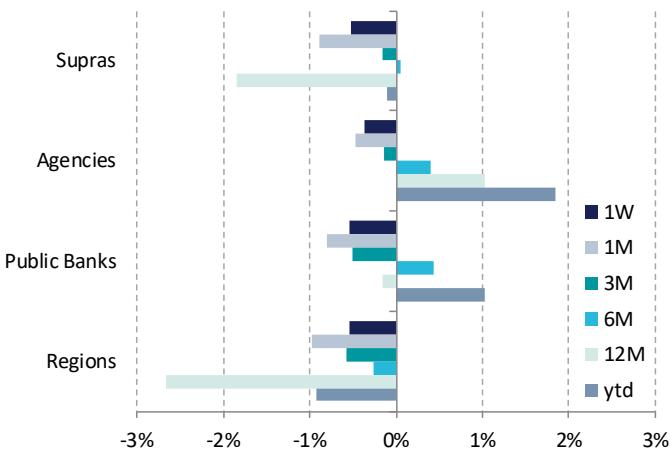
Spreadentwicklung nach Land



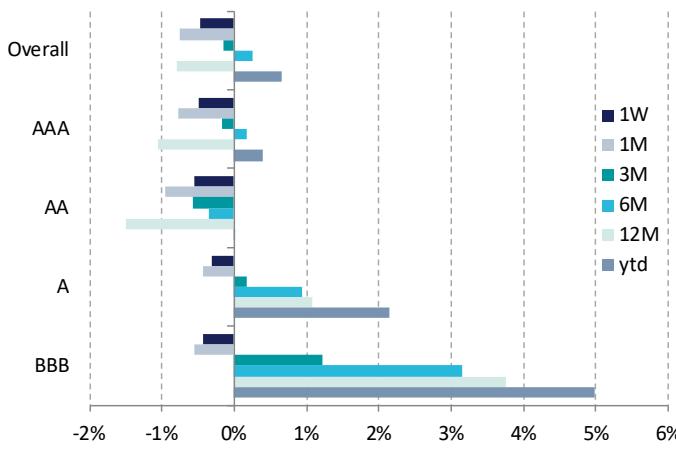
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich

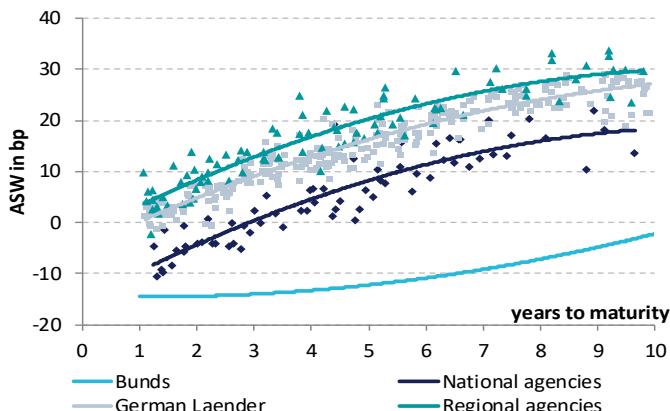
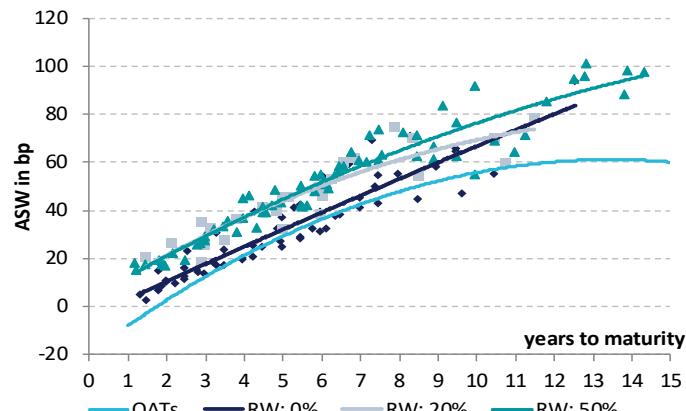
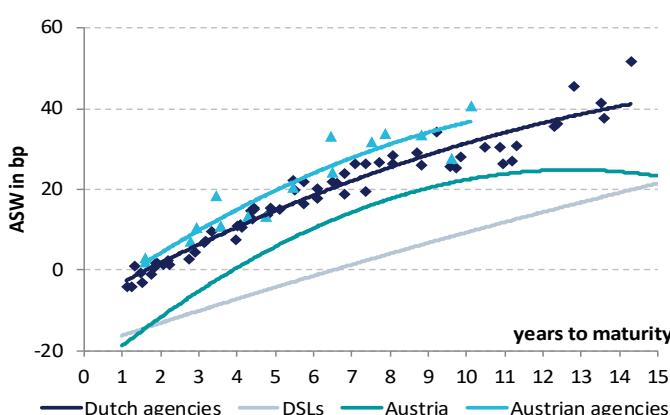
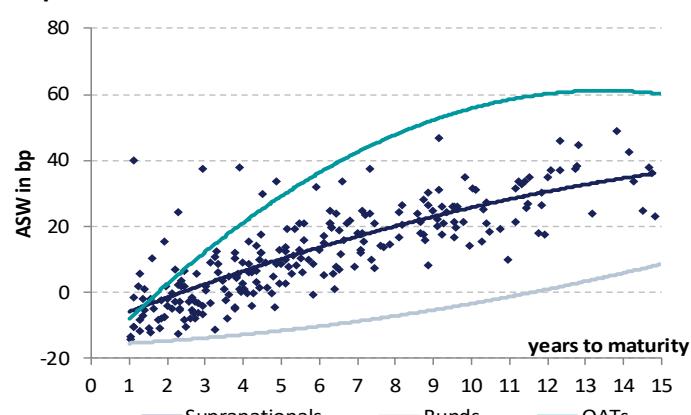
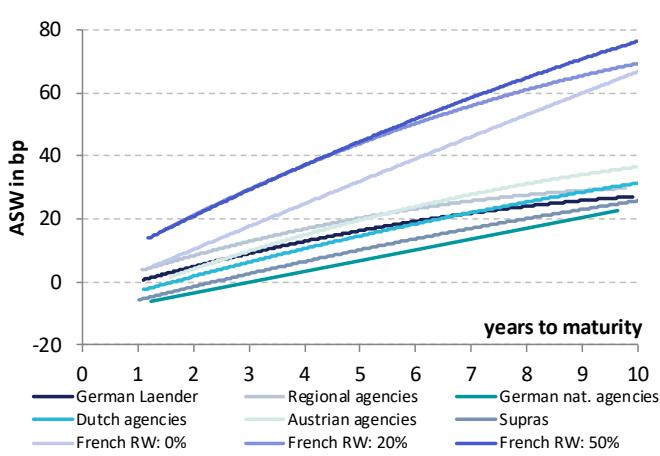
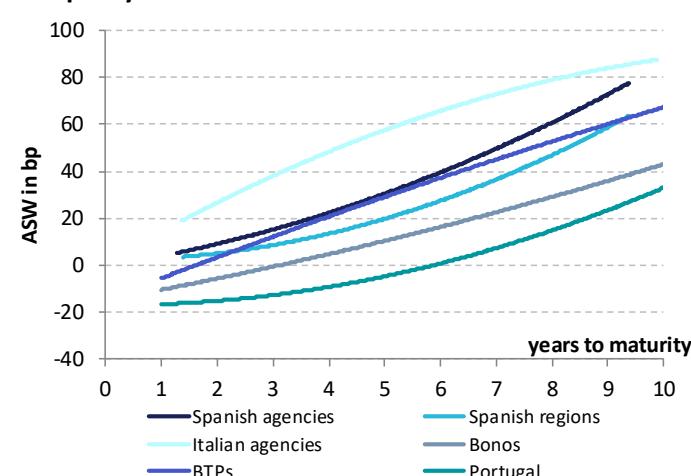


SSA-Performance nach Regionen (Total Return)



SSA-Performance nach Rating (Total Return)



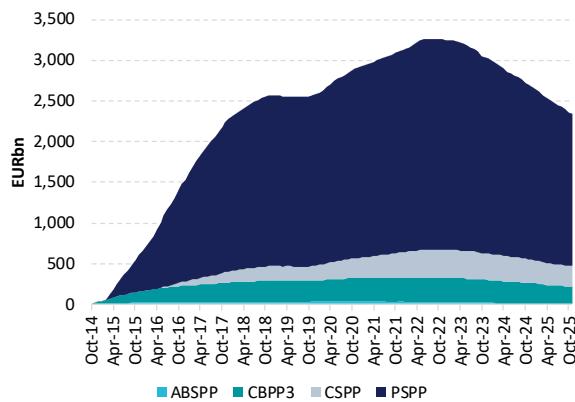
Germany (nach Segmenten)**France (nach Risikogewichten)****Netherlands & Austria****Supranationals****Core****Periphery**

Charts & Figures

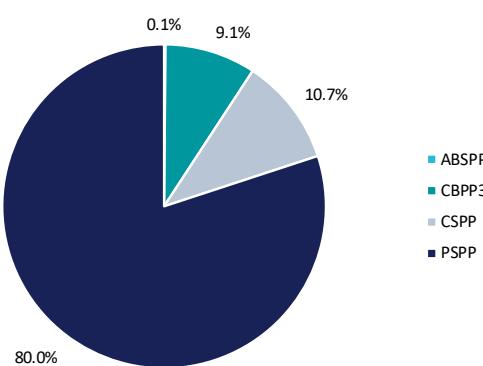
EZB-Tracker

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

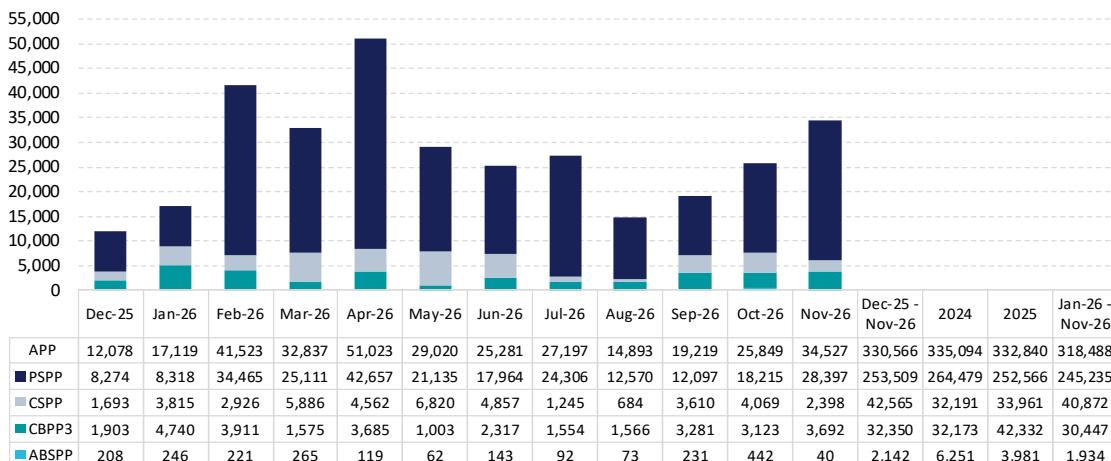
APP: Portfolioentwicklung



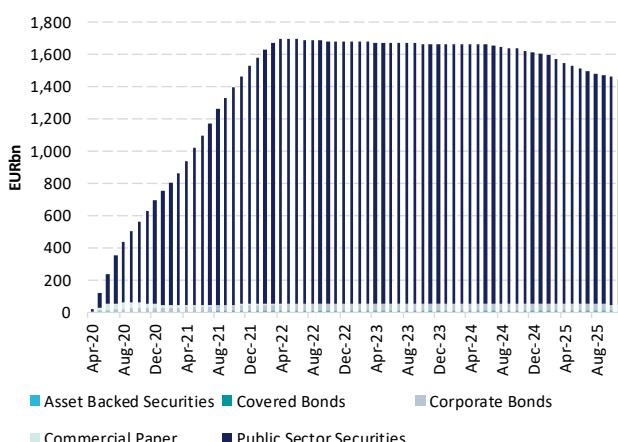
APP: Portfoliostruktur



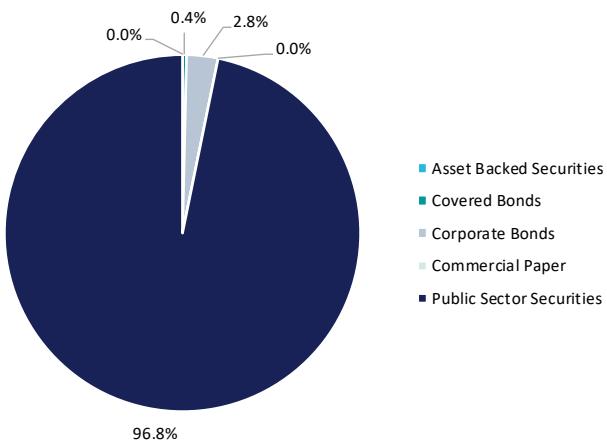
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



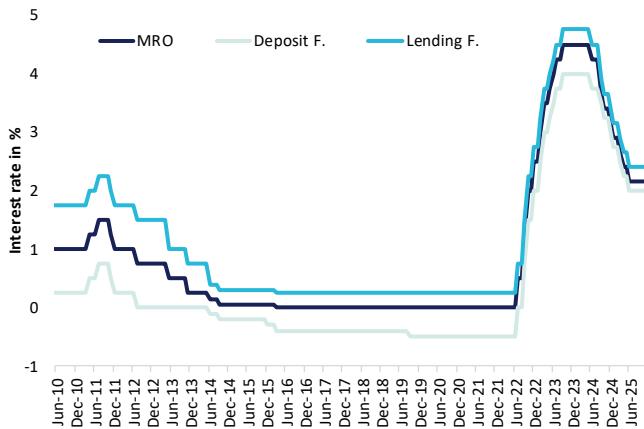
PEPP: Portfoliostruktur



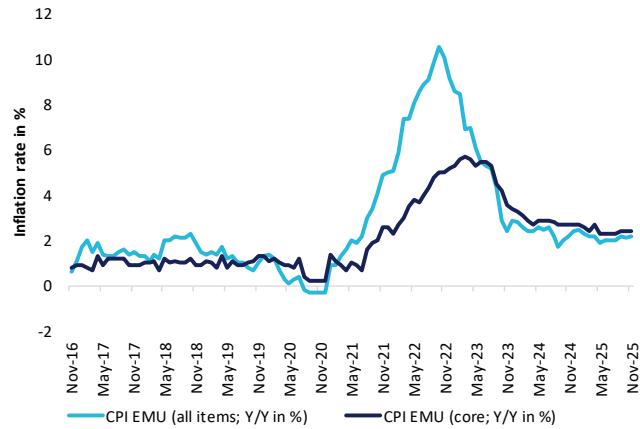
Charts & Figures

Cross Asset

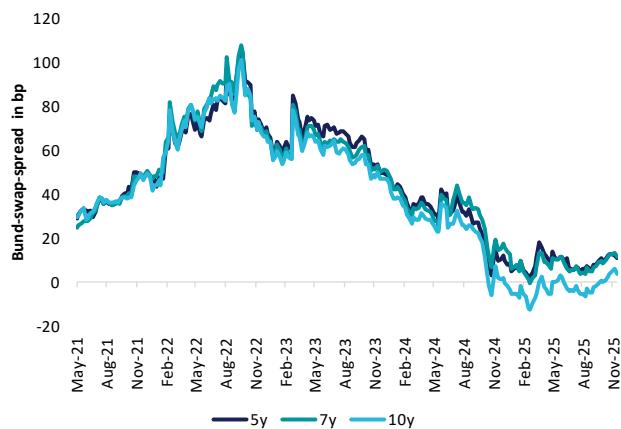
EZB-Leitzinssätze



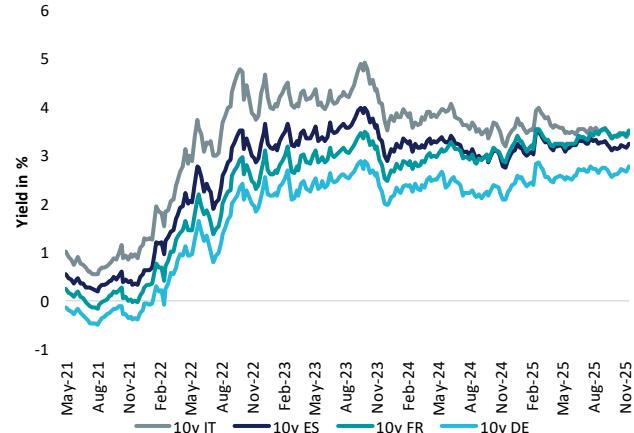
Inflationsentwicklung im Euroraum



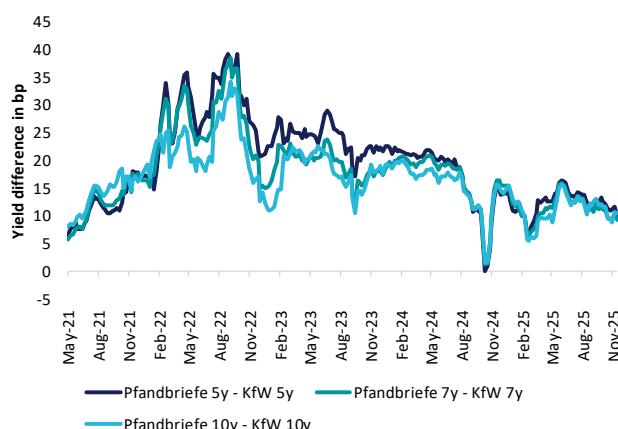
Bund-Swap-Spread



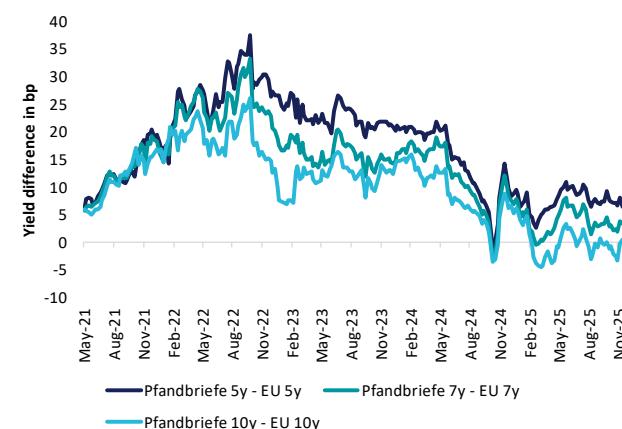
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<u>41/2025 ♦ 03. Dezember</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EZB, das große Ganze und vier gewagte Kapitalmarktthesen ▪ Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2026 ▪ SSA-Ausblick 2026: Mehr Schulden, weniger Spielraum?
<u>40/2025 ♦ 26. November</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cross Asset // Call for evidence: EU-Taxonomie auf dem Prüfstand
<u>39/2025 ♦ 19. November</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ein Covered Bond-Blick auf die Nordics ▪ Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2025
<u>38/2025 ♦ 12. November</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) ▪ Funding kanadischer Provinzen im Überblick
<u>37/2025 ♦ 05. November</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covereds: Sparkassen als Primärmarktemittenten ▪ Region Auvergne-Rhône-Alpes – REGRHO im Fokus
<u>36/2025 ♦ 29. Oktober</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covereds: Ein Blick auf das EUR-Subbenchmarksegment ▪ Kanadische Pensionsfonds am SSA-Markt
<u>35/2025 ♦ 22. Oktober</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covereds: ESG-Benchmarksegment am Scheideweg? ▪ Teaser: Issuer Guide – Europäische Supranationals 2025
<u>34/2025 ♦ 15. Oktober</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Griechenland: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind? ▪ Agencies und Abwicklungsinstrumente nach BRRD
<u>33/2025 ♦ 08. Oktober</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Solvency II und Covered Bonds ▪ NGEU: Green Bond Dashboard
<u>32/2025 ♦ 01. Oktober</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Teaser: EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks ▪ Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK
<u>31/2025 ♦ 24. September</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Ratingansatz von Morningstar DBRS ▪ Teaser: Beyond Bundesländer – Großraum Paris (IDF/VDP)
<u>30/2025 ♦ 03. September</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ein Blick auf den deutschen Bankenmarkt ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
<u>29/2025 ♦ 27. August</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Ratingansatz von Standard & Poor's ▪ Pensionslawine und Kommunalschulden – Länder unter Druck
<u>28/2025 ♦ 20. August</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2025 ▪ Teaser: Issuer Guide – Spanische Agencies 2025
<u>27/2025 ♦ 13. August</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covereds – Relative Value-Betrachtung: Eine Standortbestimmung ▪ SSA-Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im H1/2025
<u>26/2025 ♦ 06. August</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update ▪ Teaser: Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025
<u>25/2025 ♦ 09. Juli</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick ▪ Megaemittent EU im Fokus
<u>24/2025 ♦ 02. Juli</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Covereds: Halbjahresrückblick und Ausblick für das II. Halbjahr 2025 ▪ SSA-Halbjahresrückblick 2025 und Ausblick
<u>23/2025 ♦ 25. Juni</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Der Ratingansatz von Scope ▪ Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II

Anhang

Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2025](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2025](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q3/2025 Sparkassen](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

[EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2025](#)

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

[Issuer Guide – Down Under 2024](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2025](#)

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

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2025](#)

[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](#)

[EZB-Ratssitzung: Die Stille des Herbstes](#)

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	+49 511 361-9460
Fixed Income Relationship Management Europe	+352 452211-515
Retail & Structured Products	+49 511 361-9420

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 LANDES BANK GIROZENTRALE („NORD/LB“) erstellt worden. Die für die NORD/LB zuständigen Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 20, D-60314 Frankfurt am Main, und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn und Marie-Curie-Str. 24-28, D-60439 Frankfurt am Main. Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland, Australien, Belgien, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Korea, Luxemburg, Neuseeland, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Republik China (Taiwan), Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Thailand, Tschechische Republik, Vereinigtes Königreich, Vietnam und Zypern (nachfolgend als „relevante Personen“ oder „Empfänger“ bezeichnet). Die Inhalte dieser Information werden den Empfängern auf streng vertraulicher Basis gewährt und die Empfänger erklären mit der Entgegennahme dieser Information ihr Einverständnis, diese nicht ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der NORD/LB an Dritte weiterzugeben, zu kopieren und/oder zu reproduzieren. Die in dieser Information untersuchten Werte sind nur an die relevanten Personen gerichtet und andere Personen als die relevanten Personen dürfen nicht auf diese Information vertrauen. Insbesondere darf weder diese Information noch eine Kopie hiervon in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in ihre Territorien oder Besitztümer gebracht oder übertragen oder an Mitarbeiter oder an verbundene Gesellschaften in diesen Rechtsordnungen ansässiger Empfänger verteilt werden.

Diese Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmisbrauchsverordnung (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 prospektpliktive eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweils 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 Marktgerisken 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 Wertpapiermarktgesezt (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 Waretermingeschäfte 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 Kapitalmarktgesezt kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen. Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:

Diese Information stellt keine Empfehlung i.S.d. Regelung des Polnischen Finanzministers betreffend Informationen zu Empfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Aussteller vom 19.10.2005 dar.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:

Diese Information ist nur für institutionelle Kunden gedacht und darf nicht (i) genutzt werden von, (ii) in irgendeiner Form kopiert werden für oder (iii) verbreitet werden an irgendeine andere Art von Investor, insbesondere keinen Privatkunden. Diese Information stellt weder ein Angebot noch den Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von in der Information behandelten Wertpapieren dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Information basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Information, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Republik China (Taiwan):

Diese Information stellt ausschließlich allgemeine Informationen bereit und berücksichtigt nicht die individuellen Interessen und Bedürfnisse, Vermögensverhältnisse und Investitionsziele von Investoren. Die Inhalte der Information sollen nicht als Empfehlung oder Beratung zum Erwerb eines bestimmten Finanzprodukts ausgelegt werden. Investitionsentscheidungen sollen nicht ausschließlich auf Basis dieser Information getroffen werden. Für Investitionsentscheidungen sollten immer eigenständige Beurteilungen vorgenommen werden, die einbeziehen, ob eine Investition den persönlichen Bedürfnissen entspricht. Darüber hinaus sollte für Investitionsentscheidungen professionelle und rechtliche Beratung eingeholt werden.

NORD/LB hat die vorliegende Information mit einer angemessenen Sorgfalt erstellt und vertraut darauf, dass die enthaltenen Informationen am Veröffentlichungsdatum verlässlich und geeignet sind. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für Genauigkeit oder Vollständigkeit gegeben. In dem Maß, in dem die NORD/LB ihre Sorgfaltspflicht als guter Verwalter ausübt wird keine Verantwortung für Fehler, Versäumnisse oder Unrichtigkeiten in der Information übernommen. Die NORD/LB garantiert keine Anlageergebnisse, oder dass die Anwendung einer Strategie die Anlageentwicklung verbessert oder zur Erreichung Ihrer Anlageziele führt.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:

Diese Information stellt keinen Prospekt, kein öffentliches Angebot, kein sonstiges Angebot und keine Aufforderung (und auch keinen Teil davon) zum Erwerb, Verkauf, Zeichnung oder anderen Handel mit Aktien, Bezugsrechten oder anderen Wertpapieren dar. Sie und auch nur Teile davon dürfen nicht zur Grundlage von Verträgen oder Verpflichtungen jeglicher Art gemacht oder hierfür als verlässlich angesehen werden. Diese Information wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt. Jedes Angebot von Wertpapieren erfolgt ausschließlich auf der Grundlage einer anwendbaren Ausnahme von der Prospektplicht 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 Zyprischen 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: 10. Dezember 2025 (08:50 Uhr)