

Frohes neues und gesundes Jahr
der fortgesetzten Zinspause

Wir freuen uns stets über Ihr Feedback:
msfr@nordlb.de



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick

Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Jahresrückblick 2025 – Covered Bonds	12
SSA-Jahresrückblick 2025	19
Charts & Figures	
Covered Bonds	30
SSA/Public Issuers	36
EZB-Tracker	39
Cross Asset	40
Ausgaben im Überblick	41
Publikationen im Überblick	42
Ansprechpartner in der NORD/LB	43

Flooranalysten:

Head of Desk

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

Covered Bonds/Banks

Lukas Kühne
lukas.kuehne@nordlb.de

SSA/Public Issuers

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

Tobias Cordes, CIIA
tobias.cordes@nordlb.de

Covered Bonds

Marktüberblick

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

Primärmarkt startet mit einem Knall ins neue Jahr

Die ersten acht Handelstage des Jahres am Primärmarkt als aktiv zu bezeichnen, würde vor dem Hintergrund des bereits erfolgreich platzierten Emissionsvolumens von EUR 21,8 Mrd. aus 22 Transaktionen eine Untertreibung darstellen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass das Volumen an in 2026 platzierten Covered Bonds lediglich EUR 4,1 Mrd. unterhalb des Werts für den gesamten Januar des Vorjahres (EUR 25,9 Mrd.) liegt, ist dies bemerkenswert. Eher scheint der Vergleich zum Rekordmonat Januar 2024 angebracht, wo im gleichen Zeitraum frische Covered Bonds in Höhe von EUR 21,8 Mrd. platziert wurden. Maßgeblich für den Erfolg dieser vielen Emissionen ist ein ausgeprägtes Investoreninteresse. Der starke Nachfrageüberhang kommt am aktuellen Rand in hohen Bid-to-cover-Ratios (Durchschnitt der ersten acht Handelstage: 4,5x) zum Ausdruck und ermöglicht es den Emittenten, den Spread im Verlauf der Vermarktungsphase deutlich zu reduzieren. Entsprechend niedrig fiel mit -0,2bp die durchschnittliche Neuemissionsprämie aus. Neben einem hohen Emissionsvolumen ist es auch nicht unüblich, dass gerade zum Jahresstart vermehrt langlaufende Covered Bonds platziert werden. So verfügten sechs der bisher am Primärmarkt platzierten gedeckten Anleihen über eine Laufzeit von zehn Jahren. Lediglich die BAWAG entschied sich für eine noch längere Laufzeit bei der Emission ihres 12-jährigen Covered Bonds. Geographisch zeigten sich Emittenten aus Frankreich und Deutschland mit jeweils sechs Deals bisher am aktivsten am Markt. Hervorzuheben mit Blick auf die geografische Verteilung der Primärmarktdeals in den ersten Handelstagen ist die erste EUR-Benchmark aus Israel. So konnte die Bank Leumi Le-Israel am 13. Januar erfolgreich ihren ersten strukturierten Covered Bond im EUR-Benchmarksegment platzieren. Chronologisch erfolgte der Startschuss ins Covered Bond-Jahr 2026 bereits am 05. Januar durch die Arkea Public Sector SCF. Bis auf den Dreikönigstag am 06. Januar wurden seitdem an jedem Handelstag mindestens zwei Primärmarkttransaktionen gepreist. Aufgrund der Masse an Neuemissionen wollen wir an dieser Stelle nur gezielt auf einige Besonderheiten eingehen und verweisen für einen detaillierteren Überblick über alle Deals auf die Übersichtstabelle auf der nachfolgenden Seite. Eine Besonderheit stellten insbesondere die fünf Dual Tranchen dar: Caisse de Refinancement de l'Habitat (5,0y & 10,0y), Commerzbank (5,0y & 10,0y), Landesbank Hessen-Thüringen (4,5y & 9,0y), BAWAG (7,1y & 12,0y) sowie Bank of Nova Scotia (3,0y & 7,0y). Ebenfalls besonders war die Emission von gleich zwei Covered Bonds auf einem Freitag, was zweifelsohne dem guten Emissionsfenster im Januar und der hohen Taktung der Neuemissionen geschuldet war. So gingen am vergangenen Freitag die Caisse Française de Financement Local (vgl. [Issuer View](#)) und die Norddeutsche Landesbank (vgl. [Issuer View](#)) mit frischer Ware in den Laufzeiten von 10,0y und 7,1y auf die Investoren zu. Zuletzt möchten wir an dieser Stelle noch den gestrigen Tag (13. Januar) hervorheben, der mit Blick auf die Anzahl der Deals (acht Transaktionen) sowie das Emissionsvolumen (EUR 6,8 Mrd.) höchstwahrscheinlich zu den aktivsten des gesamten Jahres 2026 zählen sollte. Es wird spannend zu beobachten sein, ob sich diese Dynamik auch in den kommenden Tagen und Wochen weiter fortsetzen wird oder ob ein Rückgang der Nachfrage die Emissionsfreude der Emittenten dämpft. Mit einem abrupten Ende der Neuemissionsflut rechnen wir am aktuellen Rand nicht.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Bank Leumi Le-Israel	IL	13.01.	IL0012343351	5.0y	0.75bn	ms +68bp	AA- / Aaa / -	-
Bank of Nova Scotia	CA	13.01.	XS3276317487	7.0y	1.25bn	ms +30bp	AAA / Aaa / -	-
Bank of Nova Scotia	CA	13.01.	XS3276321679	3.0y	1.25bn	ms +13bp	AAA / Aaa / -	-
Helaba	DE	13.01.	XS3276331553	9.0y	0.50bn	ms +24bp	- / Aaa / -	-
Helaba	DE	13.01.	XS3276327288	4.5y	0.75bn	ms +15bp	- / Aaa / -	-
BAWAG	AT	13.01.	XS3276183426	12.0y	0.50bn	ms +45bp	- / Aaa / -	-
BAWAG	AT	13.01.	XS3276183343	7.1y	0.75bn	ms +31bp	- / Aaa / -	-
National Bank of Canada	CA	13.01.	XS3275405309	5.0y	1.00bn	ms +24bp	AAA / Aaa / -	-
Bank of Montreal	CA	12.01.	XS3273186083	5.0y	1.50bn	ms +24bp	AAA / Aaa / -	-
Banco de Sabadell	ES	12.01.	ES0413860935	6.8y	0.50bn	ms +28bp	- / Aaa / -	-
DNB Boligkredit	NO	12.01.	XS3275406885	6.0y	1.50bn	ms +20bp	- / Aaa / AAA	-
CAFFIL	FR	09.01.	FR0014015HK6	10.0y	1.00bn	ms +51bp	- / Aaa / -	-
NORD/LB	DE	09.01.	DE000NLB54C6	7.1y	0.75bn	ms +24bp	- / Aaa / -	-
Commerzbank	DE	08.01.	DE000CZ457V6	5.0y	1.25bn	ms +17bp	- / Aaa / -	-
Commerzbank	DE	08.01.	DE000CZ457U8	10.0y	1.25bn	ms +27bp	- / Aaa / -	-
BPCE SFH	FR	08.01.	FR0014015E17	10.0y	1.50bn	ms +52bp	- / Aaa / AAA	-
Credit Agricole SCF	FR	07.01.	FR0014015F81	7.0y	0.75bn	ms +41bp	- / Aaa / AAA	-
CRH	FR	07.01.	FR0014015FU9	5.0y	1.25bn	ms +29bp	AAA / Aaa / -	-
CRH	FR	07.01.	FR0014015FV7	10.0y	0.50bn	ms +54bp	AAA / Aaa / -	-
DZ HYP	DE	07.01.	DE000A4DFKQ8	10.1y	1.00bn	ms +28bp	- / Aaa / AAA	-
UniCredit Bank	DE	07.01.	DE000HV2A1C7	5.0y	1.50bn	ms +21bp	- / Aaa / -	-
Arkea Public Sector SCF	FR	05.01.	FR0014015EI7	10.0y	0.75bn	ms +56bp	- / Aaa / -	-

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

Sekundärmarkt: Weitere Spreadeinengungen am aktuellen Rand unwahrscheinlich

Die seit dem Jahresstart platzierten Neuemissionen sorgten für zusätzliche Dynamik am Sekundärmarkt. Dabei standen insbesondere die französischen Neuemissionen im Fokus der Investoren und wiesen eine stärkere Performance am Sekundärmarkt auf als beispielsweise ihre deutschen Peers. Insgesamt wurde die erste volle Handelswoche des Jahres von der hohen Nachfrage nach den Primärmarktdeals geprägt, was sich auch in engen Sekundärmarktspreads widerspiegelte. Dieses Bild drehte sich ein wenig mit dem Beginn der aktuellen Handelswoche. Druck von den Bund-Swap-Spreads sowie aus der Relative Value-Perspektive spricht unserer Ansicht nach aktuell gegen weitere Spreadeinengungen. Eine geringfügige Gegenbewegung ist ebenfalls nicht völlig auszuschließen.

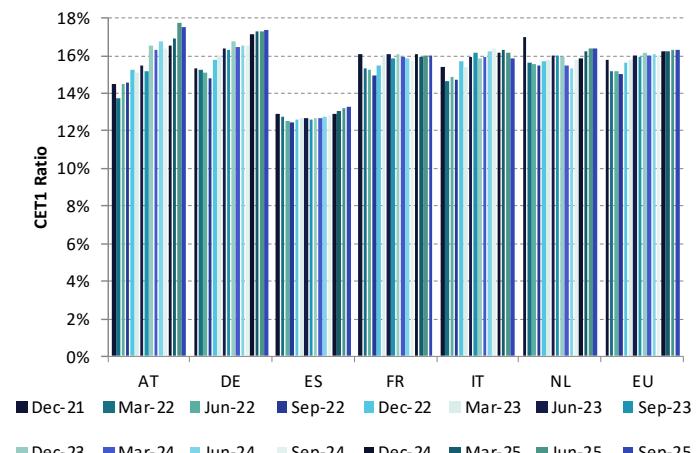
Zwei neue Emittenten treten dem Covered Bond Label bei

Am Montag gaben zwei aktive EUR-Benchmarkemittenten bekannt, dem Covered Bond Label beigetreten zu sein. Neben der [OTP Jelzálogbank](#) (OTP), die im vergangenen Jahr als erster ungarischer Emittent seit 2011 eine EUR-Benchmark platzierte, nutzt auch die [BAWAG](#) zukünftig für zwei weitere Deckungsstöcke den einheitlichen Reportingstandard des Harmonised Transparency Templates. Damit wächst die Anzahl der Emittenten, welche dem Covered Bond Label angehören, auf 156 aus 26 Staaten an und umfasst 192 Cover Pools. Luca Bertalot (Generalsekretär der Covered Bond Label Foundation) zeigte sich erfreut, dass mit der OTP als erster Emittent aus Ungarn das Covered Bond Label um eine weitere Jurisdiktion erweitert wird und wies auf die Position des Labels als verlässlichen Maßstab für Investoren hin. Csaba Nagy (CEO der OTP) sieht in dem Beitritt einen Meilenstein nicht nur für sein Institut, sondern auch für den gesamten ungarischen Covered Bond-Markt. In Bezug auf die BAWAG hebt Bertalot die wachsende Wertschätzung des Labels unter den österreichischen Emittenten hervor, die durch die Registrierung der beiden neuen Deckungsstöcke unter dem Covered Bond Label zum Ausdruck kommt.

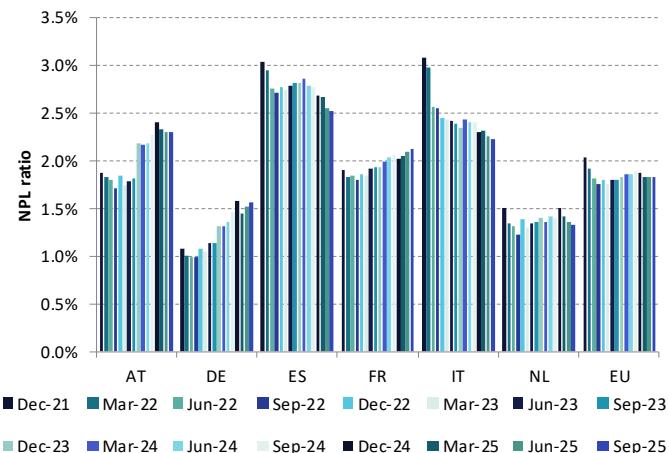
EBA Risk Dashboard: Robuste Kapitalausstattung des Bankensektors

Die EBA gibt in ihrem Risk Dashboard (RDB) regelmäßig einen Überblick über potenzielle Risiken im europäischen Bankensektor. Die Datenbasis, die sich aus den aufsichtsrechtlichen Meldungen der größten EU-/EWR-Geschäftsbanken zusammensetzt, umfasst eine Vielzahl von Kennzahlen (u.a. zur Kapital- bzw. Liquiditätsausstattung sowie zu Assetqualität und Profitabilität). Der aktuelle Betrachtungszeitraum umfasst die Kennzahlen für das III. Quartal 2025. In ihrem kürzlich vorgelegten RDB (vgl. [Pressemitteilung](#)) bewertet die EBA die Situation der europäischen Banken trotz hoher makroökonomischer und geopolitischer Risiken weiterhin als robust und bestätigt damit die Einschätzungen aus dem zuvor veröffentlichten [Risk Assessment Report](#) (RAR). Die Institute weisen im Durchschnitt im Verhältnis zum Vorquartal weiterhin eine starke Kapitalausstattung auf, die von einer auskömmlichen Profitabilität getragen wird. So notierte die CET1-Quote zum Ende des III. Quartals im EU-/EWR-Durchschnitt unverändert gegenüber dem Vorquartal bei 16,3%. Die Qualität der Assets auf den Bankbilanzen kann ebenfalls weiterhin als robust bezeichnet werden. Entsprechend präsentierte sich auch das Volumen an Non-performing Loans (NPLs) weitestgehend stabil bei EUR 377,8 Mrd. Die durchschnittliche NPL-Quote notierte im III. Quartal 2025 bei 1,8% (Q2/2025: 1,8%) und verharrt damit auf einem niedrigen Niveau. In ihrem RAR weist die EBA jedoch darauf hin, dass der Anteil von Stage 2-Krediten auf den Bankbilanzen erhöht ist, insbesondere im CRE-Segment sowie bei KMU. Die EBA resümiert in ihrem aktuellen RDB, dass die Liquiditätsquoten der Banken zum Stichtag 30. September im Durchschnitt weiterhin deutlich über den regulatorischen Mindestanforderungen liegen (LCR: 160,7%, NSFR: 126,8%). Dabei gilt es aber zu beachten, dass sowohl die LCR als auch die NSFR einen Rückgang um -1,0%-Punkten bzw. -0,1%-Punkten aufweisen. Die Liquiditätspuffer setzen sich am aktuellen Rand stärker aus Staatsanleihen zusammen, was laut der EBA eine höhere Sensitivität gegenüber Marktvolatilitäten impliziert. Neben der Verfassung des europäischen Bankensektors ermöglicht das RDB auch tiefergehende Einblicke in Bezug auf das Fundingverhalten der europäischen Institute. Im Kontext von Covered Bonds sind hier insbesondere die besicherten Refinanzierungsaktivitäten von Bedeutung. Im EU-/EWR-Durchschnitt liegt der Anteil des „Secured Funding“ bei 31,7% (Q2/2025: 31,8%). Auch die Anlageseite wird durch die EBA-Zahlen abgedeckt. So weist die Aufsicht hier bei der gewichteten Zusammensetzung der „Liquid Assets“ einen Anteil der „Extremely High Quality Covered Bonds“ in Höhe von 6,8% aus.

Risk Dashboard: CET1 Ratio



Risk Dashboard: NPL Ratio



Newcomer im EUR-Benchmarksegment: Bank Leumi Le-Israel mit Debüttransaktion

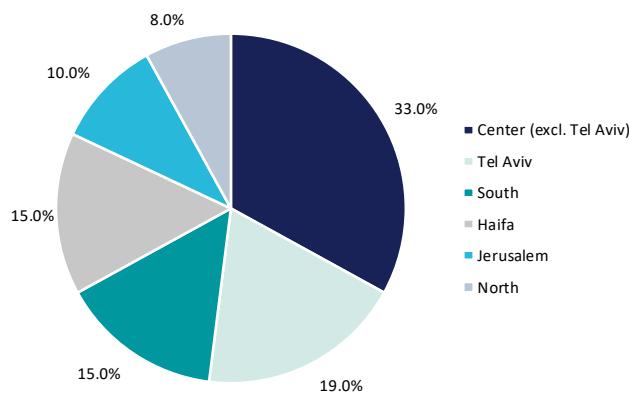
Am 06. Januar 2026 gab die israelische Bank Leumi Le-Israel (Leumi) bekannt, ein Bankenkonsortium für ihre erste Covered Bond-Transaktion im EUR-Benchmarksegment mandatiert zu haben und konnte diese am 13. Januar erfolgreich platzieren. Dabei handelte es sich nicht nur um die Debüttransaktion der Bank, sondern auch um den ersten Covered Bond im EUR-Benchmarksegment aus Israel. Leumi ist gemessen an der Bilanzsumme (Q3/2025: EUR 213 Mrd.) die größte Bank Israels und verfügt in ihrem Heimatland über einen Marktanteil von rund 29%. Als Universalbank bietet das Institut seinen Kunden ein breites Spektrum an Finanzdienstleistungen an. Neben dem originären Bankgeschäft verfügt sie auch über Beteiligungen an Unternehmen außerhalb der Finanzsektors. In den letzten Jahren konzentrierte sich die Bank zunehmend auf ihren Heimatmarkt und fährt ihre Aktivitäten im Ausland zurück. Das Kreditportfolio setzt sich größtenteils aus Hypothekendarlehen (Q3/2025: 31,1%), Darlehen an Unternehmen (17,7%) sowie Immobilienkrediten (14,4%) zusammen. Der Refinanzierungsmix der Bank besteht vorwiegend aus Kundeneinlagen (Q3/2025: 79,4% der Passiva) und wird ergänzt um Anleihen und nachrangige Schuldverschreibungen (4,7%).

Programme Summary

08 December 2025

	Mortgage
Programme Size	EUR 3,000m
Cover pool volume	ILS 3,600m (EUR 972m)
OC (contractual / committed)	5.0% / 14.0%
Type	100% Residential
Main country	100% Israel
Format	Soft Bullet
Number of loans / borrowers	14,828 / 3,321
Weighted Average Seasoning (Cover Pool)	3.4y
Unindexed LTV	61.2%
CB Rating Expected (Fitch / Moody's / S&P)	AA- / Aa3 / -

Regional Distribution Cover Pool



Quelle: Emittent, Ratingagenturen, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Deckungsstock der Leumi ausschließlich in Israel zu verorten

In Ermangelung eines Covered Bond-Gesetzes in Israel emittiert Leumi strukturierte gedeckte Anleihen auf vertraglicher Basis. Dabei emittiert Leumi Covered Bonds, die von einer Tochtergesellschaft garantiert werden. Die nötigen Deckungsstockwerte werden mittels eines True Sales ebenfalls auf die Tochtergesellschaft übertragen. Diese Struktur ist nicht unüblich und wird in vergleichbarer Form ebenfalls von Emittenten aus Japan und der Schweiz für die Emission ihrer Covered Bonds verwendet. Bei den primären Deckungsstockwerten handelt es sich ausschließlich um in Israel zu verortenden wohnwirtschaftliche Hypothekendarlehen. Zum Stichtag 08. Dezember 2025 umfasste der Cover Pool Deckungswerte im Volumen von rund EUR 972 Mio. Vertraglich sichert Leumi eine Übersicherungsquote von mindestens 5% zu, während die Committed OC mit 14% angegeben wird. Die Ratingexperten von Fitch und Moody's stellen für die erste Covered Bond-Transaktion der Bank eine vorläufige Ratingeinstufung von AA- bzw. Aa3 in Aussicht. Auf Basis des Ratings wäre für die Covered Bonds des Emittenten gemäß CRR ein Risikogewicht von 20% maßgeblich. Aufgrund des nicht vorhandenen Covered Bond-Gesetzes sind die gedeckten Anleihen von Leumi unserer Ansicht nach nicht als Assets im Rahmen des LCR-Managements geeignet. Darüber hinaus sind Covered Bond-Emissionen unserer Meinung nach nicht EZB-repofähig.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

EZB: Zinsschritt blieb im Dezember aus – auch 2026 rechnen wir mit keinen Anpassungen

Die Weihnachtsüberraschung blieb aus und es kam schließlich so, wie wir es vorab prognostiziert hatten: Die EZB beließ Ende 2025 alle drei Zinssätze zum vierten Mal in Folge unverändert. Der Fokus war vor allem auf die veröffentlichten *staff projections* gerichtet, welche erstmals einen Ausblick auf 2028 gaben. Die EZB zeichnete für die kommenden Jahre ein leicht positiveres Bild der wirtschaftlichen Entwicklung, die insbesondere durch eine stärkere Binnennachfrage getragen werden dürfte. Gleichzeitig betonte Präsidentin Lagarde in der Pressekonferenz den ungewöhnlich hohen Grad an Unsicherheit, insbesondere mit Blick auf das geopolitische und ökonomische Umfeld, dem die Prognosen unterliegen. Die EZB durfte daher vorerst keinen Grund sehen, von ihrem derzeitigen geldpolitischen Kurs abzuweichen und vor allem darauf bedacht sein, sich ihre Flexibilität zu bewahren – auch wenn sie sich in gewohnter Manier hinsichtlich der weiteren Schritte nicht in die Karten schauen ließ. Da die Inflation auf mittlere Frist in der Nähe des symmetrischen Zielwerts von +2% liegt und die Wirtschaft sich weiterhin widerstandsfähig gezeigt habe, durfte sich die EZB in ihrer aktuellen geldpolitischen Ausrichtung weiterhin gut positioniert sehen. Wir rechnen mit keinen Zinsanpassungen im laufenden Jahr. Seit ein paar Wochen mehren sich zudem die Zeichen, dass der nächste Schritt – wenngleich erst 2027 vollzogen – nach oben gerichtet sein könnte. So ist es auch den impliziten Zinswahrscheinlichkeiten beim Datenanbieter Bloomberg zu entnehmen, welche wir ebenfalls in unserem [EZB-Special](#) „No! Du fröhliche... Zinspause! EZB lässt Leitzinsen unverändert“ beleuchtet haben.

Société des Grands Projets zukünftig mit 0%-Risikogewicht und LCR-Level 1

Die französische Agency Société des Grands Projets (SGP; Ticker: SOGRPR) hat mit Wirkung zum 17. Dezember des vergangenen Jahres eine deutliche Verbesserung ihrer regulatorischen Behandlung erfahren. So hat die nationale Bankenaufsichtsbehörde Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) [entschieden](#), dass Exposure gegenüber der SGP zukünftig identisch zu behandeln ist wie Risikopositionen gegenüber dem französischen Staat. Gemäß Art. 116(4) [CRR](#) lässt sich daraus ein Risikogewicht von 0% herleiten (vorher: 20%). Des Weiteren ergibt sich nun eine Klassifizierung im Rahmen der [LCR-Verordnung](#) als Level 1-Asset (vorher: Level 2A). Die SGP profitiert damit von denselben Vorteilen wie die französischen Agencies CADES, UNEDIC sowie CDCEPS. Damit dürften auch zukünftig drohende Rating-Downgrades keinen Einfluss mehr auf die regulatorische Behandlung des Infrastrukturbetreibers haben. Zuvor drohte der SGP durch ein mögliches Downgrade seitens Moody's in diesem Jahr u.a. der Verlust der LCR-Fähigkeit. Dieses Risiko wurde durch die Entscheidung der ACPR für die Zukunft ausgeschlossen. Auch bei den Refinanzierungskonditionen dürften sich die vorteilhafteren Rahmenbedingungen gegenüber anderen französischen Agencies positiv bemerkbar machen. Für das Jahr 2026 beabsichtigt der Infrastrukturbetreiber indikativ EUR 6 Mrd. an frischen Mitteln einzusammeln. Der gesamte Betrag dürfte dabei über [grüne](#) Neuemissionen aufgenommen werden.

Ausgewählte deutsche Fundingzahlen 2026

Das Jahr ist noch sehr frisch, umso lohnender ist ein Blick auf die geplanten Fundingzahlen, die bis dato bereits von den Emittenten hierzulande veröffentlicht wurden. Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW; Ticker: KFW) beabsichtigt im Jahr 2026 frische Mittel im Umfang von EUR 75-80 Mrd. an den internationalen Kapitalmärkten aufzunehmen. Dies entspricht einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr i.H.v. knapp EUR 10 Mrd. Rund EUR 15 Mrd. des Gesamtvolumens sollen dabei durch die Emission von [Green Bonds – Made by KfW](#) eingesammelt werden. Abhängig von den Marktbedingungen dürfte das größte deutsche Förderinstitut mit seinen grünen Anleihen in Q1/2026 die Marke von EUR 100 Mrd. an Neuemissionsvolumen seit Einführung des Green Bond-Rahmenwerks im Jahr 2014 überschreiten. Die Fälligkeiten der KfW belaufen sich indes auf EUR 69,5 Mrd., sodass unter dem Strich ein positiver Net Supply zu Buche stehen dürfte. Zudem hat die Landwirtschaftliche Rentenbank (Ticker: RENTEN) als zweites nationales Förderinstitut in Deutschland für 2026 ein Refinanzierungsvolumen von EUR 11 Mrd. mit Laufzeiten von mehr als zwei Jahren kommuniziert. Wir gehen davon aus, dass die Agency auch wieder einen EUR-denominierten [Green Bond](#) emittieren dürfte, auch wenn von offizieller Seite diesbezüglich bis dato keine Angaben gemacht wurden. Demgegenüber stehen Fälligkeiten i.H.v. aggregiert EUR 8,7 Mrd., sodass die Rentenbank ebenfalls ein positives Nettoneuangebot aufweisen dürfte. Hinsichtlich der regionalen Förderinstitute gehen wir für die NRW.BANK (Ticker: NRWBK) davon aus, dass das Fundingziel erneut bei EUR 11-13 Mrd. liegen dürfte. Die Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen (Ticker: WIBANK) kalkuliert indes mit einem mittel- und langfristigen Refinanzierungsbedarf i.H.v. EUR 2,0 Mrd. Demgegenüber hat die Investitionsbank Schleswig-Holstein (Ticker: IBBSH) ein Fundingziel von EUR 800 Mio. angegeben.

Explizite Staatsgarantie für TenneT NL

Die Tochtergesellschaft des niederländischen Stromnetzbetreibers TenneT – TenneT NL (Ticker: TENNNL) – rückte in den vergangenen Wochen und Monaten zunehmend in den Fokus von SSA-Marktteilnehmern. Seit dem 01. September 2025 verfügt der Emittent über eine [explizite Garantie des niederländischen Staates](#) für (nahezu) alle ausstehenden sowie zukünftig aufgenommenen Verbindlichkeiten. Lediglich fünf Anleihen sind von dem Haftungsmechanismus ausgenommen. Wichtig ist es in diesem Zusammenhang zu erwähnen, dass die Anleihen unter dem Ticker TENNNL zuvor von der TenneT Holding (Ticker: TENN) auf die niederländische Tochter übertragen wurden und somit originär unter einem anderen Ticker emittiert wurde. Zudem behält sich der Staat ein Kündigungsrecht für die Vereinbarung vor, welches jedoch frühestens am 31. Dezember 2030 ausgeübt werden kann und sodann eine 12-jährige Übergangsfrist auslöst. Aufgrund der expliziten Garantie haben die Ratingagenturen [Moody's](#) und [S&P](#) ihre Bonitätsbewertungen für TenneT NL an die Ratings des niederländischen Staates angepasst, sodass die garantierten Verbindlichkeiten nun ein „AAA“-Rating aufweisen. Bekannte Indexanbieter wie Markit sind des Weiteren dazu übergegangen, Anleihen unter dem Ticker TENNNL als SSA-Bonds zu klassifizieren. Regulatorisch dürften die garantierten ISINs nach unserem Dafürhalten nunmehr qualifiziert sein für eine Risikogewichtung von 0% nach [CRR](#) (gemäß Art. 116) sowie eine Einstufung als Level 1-Asset im Rahmen der [LCR-Verordnung](#). Allerdings steht eine offizielle Bestätigung dieser Einschätzung vonseiten der [EBA](#) bzw. der niederländischen Zentralbank als nationaler Aufsichtsbehörde noch aus. Am 12. Dezember 2025 hat TenneT NL zudem sein [EMTN-Programm](#) vor dem Hintergrund der Staatsgarantie aktualisiert. Das Rahmenwerk gilt für Verbindlichkeiten bis einschließlich dem 31. Dezember 2042 und definiert keine Beschränkung hinsichtlich des Emissionsvolumens.

Portugal zahlt vorzeitig EUR 2,5 Mrd. an den EFSM zurück

Ende Dezember des vergangenen Jahres hat Portugal EUR 2,5 Mrd. seiner Verbindlichkeiten an den Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) zurückgezahlt. Die Rückzahlung bezog sich dabei auf das Hilfsprogramm für den Staat in den Jahren 2011-2014. Im Rahmen der Unterstützungsleistungen erhielt Portugal EUR 24,3 Mrd. an EFSM-Krediten sowie Finanzierungshilfen der EFSF und des IWF. Nachdem der EU-Mitgliedsstaat bereits in den Jahren 2022 und 2023 Rückzahlungen i.H.v. aggregiert EUR 2 Mrd. leistete, bleiben nunmehr noch EUR 19,8 Mrd. an EFSM-Darlehen ausstehend. Die finanziellen Mittel sollen von der EU-Kommission nun im Rahmen ihrer Finanzierungsaktivitäten eingesetzt werden. Die Kommission betonte zudem, dass die frühzeitige Rückzahlung Portugals keinen Einfluss auf die zur Finanzierung der EFSM-Darlehen emittierten Anleihen haben wird. Diese sollen bis zu ihrer geplanten Fälligkeit weiterhin ausstehend bleiben.

Niedersachsen: Landtag beschließt Haushalt 2026

Am 18. Dezember des vergangenen Jahres hat der Landtag unseres Trägerlandes Niedersachsen (Ticker: NIESA) den Haushalt für 2026 verabschiedet. Der Etat weist ein Gesamtvolume i.H.v. EUR 48,2 Mrd. auf, was einer Steigerung gegenüber dem Haushaltsjahr 2025 um EUR +2,6 Mrd. gleichkommt. Hinsichtlich der Ausgaben sollen dem Bereich „Bildung, Wissenschaft, Forschung, Kultur“ die meisten Mittel i.H.v. EUR 11,8 Mrd. zur Verfügung gestellt werden, gefolgt von Sozialleistungen mit EUR 10,6 Mrd. Für den Kommunalen Finanzausgleich sind indes EUR 6,3 Mrd. veranschlagt. Die formale Investitionsquote beträgt im Jahr 2026 8,9%, was einen leichten Rückgang im Vergleich zu den 9,5% des vorherigen Haushaltjahres darstellt. Allerdings wurden hier die Investitionen aus dem Sondervermögen des Bundes noch nicht berücksichtigt. Zu den weiteren wesentlichen Ausgabenposten zählen die Personalausgaben, welche gegenüber dem Vorjahr um circa +6% ansteigen werden. Ein besonderes Augenmerk legt das Budget 2026 darüber hinaus auf die Unterstützung der niedersächsischen Kommunen. Sie erhalten nach bereits EUR 400 Mio. aus dem Nachtragshaushalt 2025 nun weitere EUR 200 Mio. für Investitionen. Damit und mit den zusätzlichen EUR 4,7 Mrd. aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität sollen sie in die Lage versetzt werden, Investitionsrückstände spürbar aufzuholen. Um die Finanzierungslücke im Haushalt 2026 i.H.v. EUR -3,5 Mrd. zu schließen ist eine Nettokreditaufnahme des Landes im Umfang von EUR 1,7 Mrd. vorgesehen. Die Kreditfinanzierungsquote soll dabei 3,5% betragen.

Nordics präsentieren Fundingziele 2026

Die beiden skandinavischen Kommunalfinanzierer Kommuninvest i Sverige (Ticker: KOMINS) und Municipality Finance (MuniFin, Ticker: KUNTA) haben Mitte Dezember 2025 ihre Refinanzierungsziele für das Jahr 2026 kommuniziert. Wie aus der entsprechenden [Pressemitteilung](#) hervorgeht, plant die schwedische Kommuninvest erneut mit einem Fundingbedarf i.H.v. SEK 150-170 Mrd. (EUR-Äquivalente: EUR 14-16 Mrd.). Die Mittelaufnahme soll dabei in den strategisch wichtigsten Währung SEK, EUR sowie USD erfolgen. Aufgrund des Wachstums in den Segmenten der [grünen](#) und [sozialen](#) Kreditvergabe ist in diesen Formaten ebenfalls mit Anleiheemissionen zu rechnen. Die finnische [MuniFin](#) beabsichtigt indes ein Volumen von EUR 9-10 Mrd. an den internationalen Kapitalmärkten in 2026 einzusammeln. 50% des Fundings soll dabei durch die Emission von Benchmarkanleihen in EUR und USD erreicht werden. Die andere Hälfte entfällt auf öffentliche Transaktionen in anderen Währungen wie bspw. GBP, NOK, SEK sowie erstmals CNH und Privatplatzierungen. Neuemissionen sollen dabei im Laufzeitbereich von 4-5 Jahren liegen. Auch das ESG-Segment soll mit frischen [Green und Social Bonds](#) weiter bedient werden.

Primärmarkt

Same procedure as every year: Am 16. Dezember des letzten Jahres hat unser Trägerland Niedersachsen (Ticker: NIESA) für eine Dual Tranche bestehend aus einem langen fünfjährigen und einem zehnjährigen Bond mandatiert, um den SSA-Primärmarkt im Jahr 2026 in Europa zu eröffnen. Die Bücher wurden sodann am 05. Januar geöffnet. Für beide Tranchen – welche jeweils ein Volumen i.H.v. EUR 1,5 Mrd. aufwiesen – war die Nachfrage seitens der Anleger sehr hoch. Die kurzlaufende Anleihe generierte ein Orderbuch von EUR 7,4 Mrd. und wurde schließlich gegenüber der Guidance drei Basispunkte enger zu ms +13bp gepreist. Das Investoreninteresse für den zehnjährigen Bond summierte sich zum Ende der Vermarktungsphase indes auf EUR 10,3 Mrd., sodass final zu ms +26bp geprintet wurde (Guidance: ms +29bp area). Aus dem deutschen Ländersegment folgte Rheinland-Pfalz (Ticker: RHIPAL) mit einer kurzen Laufzeit von zwei Jahren und einem Volumen i.H.v. EUR 1 Mrd. Der Deal ging schließlich guidancegemäß zu ms +1bp über die Bühne. Das Orderbuch füllte sich lediglich auf EUR 750 Mio., wobei der Sub-Sovereign EUR 250 Mio. des Emissionsvolumens einbehielt. Auch Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW) machte bereits Nägel mit Köpfen und sorgte für frischen Supply am langen Ende der Kurve. Die Landesschatzanweisung mit einem Volumen i.H.v. EUR 1 Mrd. und 30 Jahren Laufzeit generierte ein Orderbuch i.H.v. EUR 21,4 Mrd. und konnte gegenüber der Guidance drei Basispunkte enger zu ms +62bp gepreist werden. Ähnlich wie Niedersachsen war auch das Land Berlin (Ticker: BERGER) mit einer Dual Tranche aktiv – allerdings in Gestalt einer Benchmark und einem Tap: Die frische EUR 2 Mrd. schwere Anleihe (20y) erfreute sich ebenfalls großer Beliebtheit und das Orderbuch betrug am Ende des Bookbuildings EUR 16 Mrd. Es handelte sich zudem um die betragsmäßig größte Neuemission der deutschen Bundeshauptstadt. Gepreist wurde sodann zu einem Reoffer-Spread von ms +43bp. Darüber hinaus wurde die BERGER 2,75% 01/16/2032 um EUR 500 Mio. zu ms +14bp aufgestockt (Guidance: ms +16bp area). Die Bid-to-cover-Ratio lag bei 8,0x. Für das Gesamtjahr 2026 hat Berlin einen Refinanzierungsbedarf von mindestens EUR 10,0 Mrd. kommuniziert. Des Weiteren wagte sich das Land Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR) mit einem Floater aus der Deckung: Das Orderbuch für die FRN mit einem Volumen i.H.v. EUR 750 Mio. bei einer Laufzeit von sechs Jahren betrug am Ende der Vermarktungsphase EUR 500 Mio., sodass der Bond schließlich guidancegemäß zu +12bp gegenüber dem Sechs-Monats-Euribor emittiert wurde. Abseits der Länder war mit der KfW (Ticker: KFW) auch eine deutsche Agency am Primärmarkt aktiv: Das Förderinstitut entschied sich für eine Dual Tranche bestehend aus zwei frischen Benchmarks im Umfang von jeweils EUR 5 Mrd. Der kurzlaufende Bond mit einer Laufzeit von drei Jahren startete mit einer Guidance von ms +5bp area in die Vermarktungsphase. Das finale Orderbuch i.H.v. EUR 47 Mrd. erlaubte schließlich eine Reduzierung des Spreads um zwei Basispunkte, sodass zu ms +3bp geprintet wurde. Für die zehnjährige Tranche summierten sich die Orders auf ein für die KfW-spezifisches Rekordvolumen i.H.v. EUR 50 Mrd., sodass hier eine Einengung gegenüber der Guidance um drei Basispunkte möglich war. Das Pricing erfolgte sodann zu ms +17bp. Werfen wir nun einen Blick auf unser Nachbarland Belgien: Die Region Wallonien (Ticker: WALLOO) ging ihrerseits ebenfalls mit einer Dual Tranche bestehend aus zwei Anleihen (lange 8y sowie kurze 20y) auf die Investoren zu. Für die kurzlaufende Anleihe im Umfang von EUR 1 Mrd. füllte sich das Orderbuch auf EUR 9,2 Mrd., sodass das Pricing zu OLO +38bp erfolgte (entsprach circa ms +68bp; Guidance: OLO +40bp area). Der langlaufende Bond generierte eine merklich geringere Nachfrage (Orderbuch: EUR 3,3 Mrd.). Platziert wurden hier ebenfalls frische EUR 1 Mrd. zu OLO +39bp (entsprach circa ms +116bp; Guidance: OLO +40bp area). Wallonien hat für 2026 einen Refinanzierungsbedarf i.H.v. EUR 3,3 Mrd. kommuniziert.

Primärmarkt (fortgeführt)

Aus Frankreich versorgten sich indes ein Sub-Sovereign und eine Agency mit frischem Kapital: Den Auftakt machte die Region Île-de-France (Ticker: IDF) in Gestalt eines EUR 1 Mrd. schweren Sustainability Bonds mit einer Laufzeit von zehn Jahren. Die Bid-to-cover-Ratio betrug 3,0x, sodass der Deal zu OAT +10bp über die Bühne ging (entsprach circa ms +74bp; Guidance: OAT +13bp area). Aus dem Agency-Segment zapfte die CADES (Ticker: CADES) den Markt an und emittierte EUR 2,5 Mrd. im sozialen Format (lange 7y) zu OAT +8bp (entsprach circa ms +54bp; Guidance: OAT +10bp area). Das Orderbuch summierte sich final auf EUR 8,5 Mrd., womit der Deal mehr als dreifach überzeichnet war. Weiterer Nachschub im ESG-Segment kam aus dem Land der aufgehenden Sonne: Die Japan Finance Organization for Municipalities (Ticker: JFM) emittierte einen Green Bond (5y) im Umfang von EUR 750 Mio. zu ms +31bp (Bid-to-cover-Ratio: 5,1x; Guidance: ms +36bp area). Wir bleiben in Fernost, denn in Gestalt der Asian Development Bank (Ticker: ASIA) kam aus dieser Region ebenfalls ein Supranational auf die Schirme. EUR 2,5 Mrd. bei einer Laufzeit von drei Jahren wurden zu final ms +3bp gepreist. Auch E-Supras nutzten die Gunst der Stunde: Die EFSF (Ticker: EFSF) entschied sich für eine Dual Tranche bestehend aus zwei Anleihen. Die Hauptrolle übernahm der EUR 4 Mrd. schwere zehnjährige Bond, welcher zu ms +30bp platziert wurde (Guidance: ms +33bp area; Orderbuch: EUR 37,5 Mrd.). Darüber hinaus wurde eine dreijährige Anleihe im Umfang von EUR 3 Mrd. zu ms +5bp emittiert (Guidance: ms +6bp area; Orderbuch: EUR 18 Mrd.). Auch die EU (Ticker: EU) ging mit einer Dual Tranche – allerdings bestehend aus Bond und Tap – auf die Investoren zu: Die frische Benchmark (lange 3y) mit einem Neuemissionsvolumen i.H.v. EUR 6 Mrd. kam schließlich zu ms +3bp und war mehr als zehnfach überzeichnet (Guidance: ms +5bp area). Zudem wurde die EU 4% 10/12/2055 um EUR 5 Mrd. zu ms +90bp aufgestockt (Guidance: ms +92bp area). Die Bid-to-cover-Ratio betrug für diese Tranche 19,4x. Jenseits des Atlantiks war zu guter Letzt der kanadische Pensionsfonds CPPIB Capital (Ticker: CPPIBC) aktiv und emittierte EUR 2 Mrd. bei zehnjähriger Laufzeit zu ms +46bp (Orderbuch: EUR 19,2 Mrd; Guidance: ms +48bp area). Neumandatierungen: KOMINS (BMK, 3y) sowie HESSEN (BMK, 10y).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
CADES	FR	13.01.	FR0014015JW7	7.3y	2.50bn	ms +54bp	A+ / Aa3 / A+	X
EU	SNAT	13.01.	EU000A4ENP68	3.4y	6.00bn	ms +3bp	AAA / Aaa / AA+	-
CPPIBC	CA	13.01.	XS3277031459	10.5y	2.00bn	ms +46bp	- / Aaa / AAA	-
IDF	FR	12.01.	FR0014015IR9	10.3y	1.00bn	ms +74bp	A+ / Aa3 / -	X
EFSF	SNAT	12.01.	EU000A2SCAX8	10.0y	4.00bn	ms +30bp	A+ / Aaa / A+	-
EFSF	SNAT	12.01.	EU000A2SCAW0	3.0y	3.00bn	ms +5bp	A+ / Aaa / A+	-
BADWUR	DE	12.01.	DE000A3H2572	6.0y	0.75bn	6mE +12bp	- / - / AA+	-
WALLOO	BE	09.01.	BE0390282516	19.4y	1.00bn	ms +116bp	- / A3 / -	-
WALLOO	BE	09.01.	BE0390281500	8.8y	1.00bn	ms +68bp	- / A3 / -	-
BERGER	DE	09.01.	DE000A4DE9K2	20.0y	2.00bn	ms +43bp	AAA / Aa1 / -	-
JFM	Other	08.01.	XS3261940426	5.0y	0.75bn	ms +31bp	- / A1 / A+	X
ASIA	SNAT	08.01.	XS3272371876	3.0y	2.50bn	ms +3bp	AAA / Aaa / AAA	-
NRW	DE	08.01.	DE000NRW0P99	30.0y	1.00bn	ms +62bp	AAA / Aa1 / AA	-
RHIPAL	DE	08.01.	DE000RLP1650	2.0y	1.00bn	ms +1bp	AAA / - / -	-
KFW	DE	07.01.	DE000A460C98	9.9y	5.00bn	ms +17bp	- / Aaa / AAA	-
KFW	DE	07.01.	DE000A460C80	3.4y	5.00bn	ms +3bp	- / Aaa / AAA	-
EIB	SNAT	07.01.	EU000A4EM8H8	10.0y	6.00bn	ms +19bp	AAA / Aaa / AAA	-
NIESA	DE	05.01.	DE000A460EH3	10.0y	1.50bn	ms +26bp	AAA / - / -	-
NIESA	DE	05.01.	DE000A460EG5	5.3y	1.50bn	ms +13bp	AAA / - / -	-

Covered Bonds

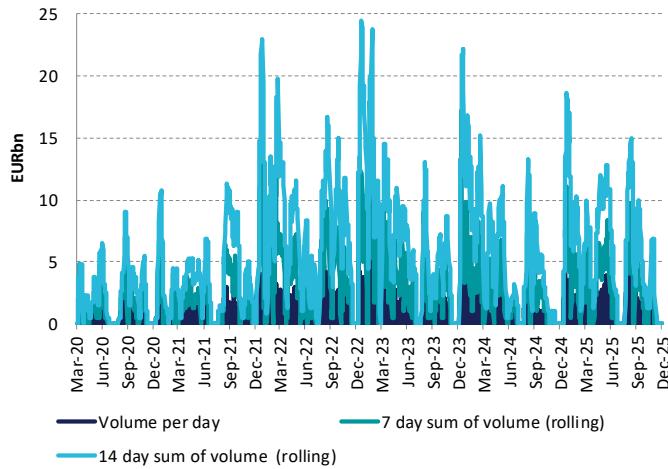
Jahresrückblick 2025 – Covered Bonds

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

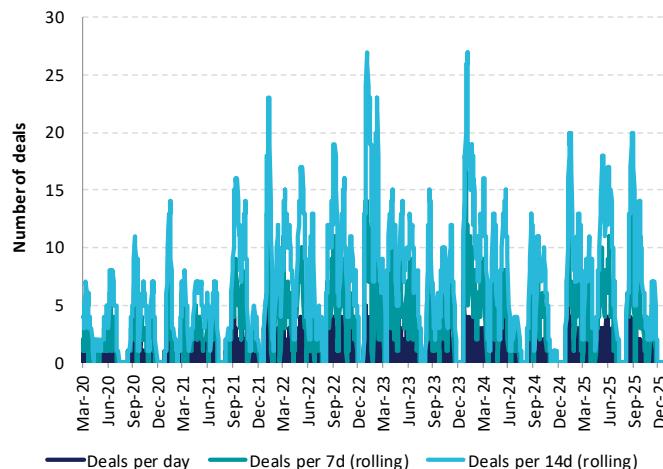
Das Covered Bond-Jahr 2025 in der Rückschau

Der Start in das Jahr 2025 war durchaus beachtlich, insbesondere im Hinblick auf das Neu-emissionsvolumen am Primärmarkt für Covered Bonds. Dieses blieb mit EUR 25,9 Mrd. im Januar aber deutlich hinter den Vorjahren zurück. Emittenten schienen sich zum Jahresstart vielmehr auf die Emission von ungedeckten Anleihen zu fokussieren. Dieses eher träge anmutende Umfeld hielt auch in den folgenden Monaten weiter an. Darüber hinaus sorgte im April die neue Zollpolitik für einen Stillstand am Covered Bond-Markt, die sich erst mit dem von der US-Regierung beschlossenen Aufschub der Zollmaßnahmen um 90 Tage wieder auflöste. Mit dem sich ankündigenden Sommer wurde das Emissionsaufkommen am Primärmarkt spürbar dynamischer. Getragen wurde diese Entwicklung von geringeren Spreads sowie einer weiterhin hohen Nachfrage. Das über das Jahr 2025 konstant hohe Interesse von der Investorenseite kam u.a. in niedrigen Neuemissionsprämien sowie hohen Bid-to-cover-Ratios zum Ausdruck. Die Spreads engten sich im Jahresverlauf deutlich ein, was insbesondere auf die hohe Nachfrage sowie Relative Value-Gesichtspunkte zurückzuführen war. Dieser Trend war jurisdiktionsübergreifend zu beobachten und präsentierte sich nicht auf einzelne Staaten begrenzt. Aufgrund von politischer Instabilität und des hohen Staatsdefizits fiel die Spreadperformance bei französischen Covered Bonds geringer aus als in der Masse der anderen Jurisdiktionen. Nichtsdestoweniger gehörten französische Banken zu den aktivsten Emittenten von Covered Bonds im EUR-Benchmarksegment. Die „französische Debatte“ begleitete uns über das ganze Jahr 2025 und dürfte aufgrund der weiterhin ungelösten Probleme auch ein wichtiges Thema für 2026 darstellen. Im weiteren Verlauf des Artikels wollen wir die zuvor in Kurzform beschriebenen „Highlights“ des Covered Bond-Jahres detailliert darstellen und darüber hinaus auch den Blick auf weitere relevante Faktoren werfen.

EUR BMK: Tägliches Emissionsvolumen (EUR Mrd.)



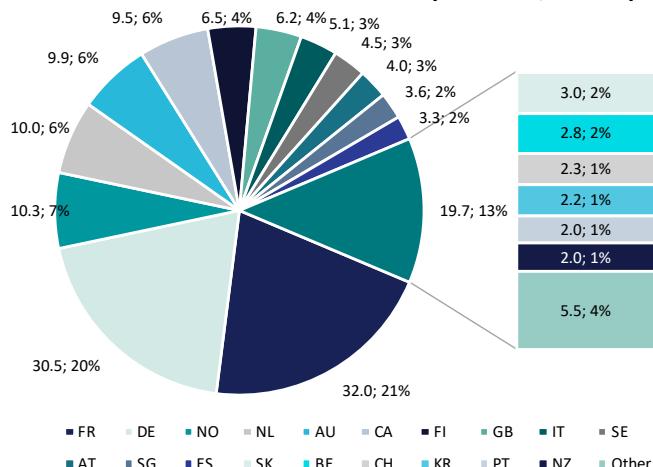
EUR BMK: Tägliche Anzahl an Emissionen



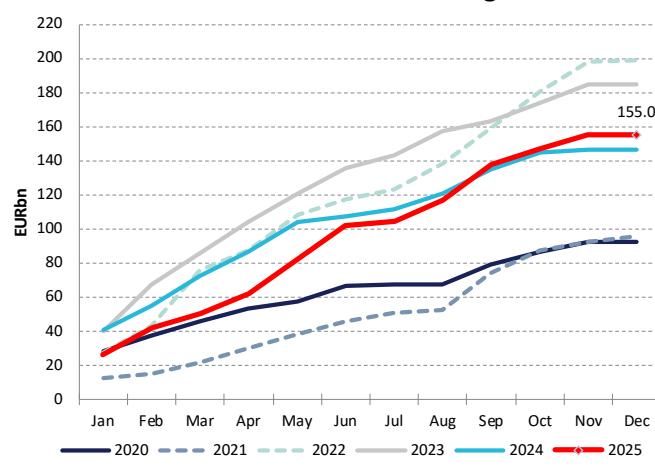
Neuemissionsvolumen: Schwächer gestartet, aber stark aufgeholt

Der Start ins Covered Bond-Jahr 2025 erfolgte aufgrund der Ungewissheit im Hinblick auf die „tatsächliche“ Höhe des Fair Values einer Neuemission und kalendarischer Effekte mit einer leichten Verzögerung erst am 08. Januar. Ursächlich für die unsichere Fair Value-Bewertung war die Ende 2024 erfolgte und u.a. durch den Bund-Swap-Spread getriebene Verschiebung beim Relative Value von Covered Bonds im Vergleich zu anderen Assetklassen. Vor diesem Hintergrund fiel das Neuemissionsvolumen im Januar mit EUR 25,9 Mrd. deutlich geringer aus als in den beiden vorherigen Jahren 2024 (EUR 40,6 Mrd.) und 2023 (EUR 39,7 Mrd.). Eine mit den Vorjahren vergleichbar hohe Emissionsdynamik kam auch in den an den Januar anschließenden ersten Monaten des Jahres 2025 nie wirklich auf. So notierte das Volumen an neu emittierten Covered Bonds zum Ende des I. Quartals rund 30% unterhalb des Vorjahrs. Einige Emittenten präferierten gerade zum Jahresstart offenbar stärker die Emission von ungedeckten Anleihen, was in geringen Neuemissionen im Covered Bond-Segment zum Ausdruck kam. Die geringeren Spreaddifferenzen von Senior Bonds zu gedeckten Anleihen können für Emittenten unter Attraktivitätsgesichtspunkten ein ausschlaggebendes Argument dargestellt haben, die Platzierung von ungedeckten Anleihen zu präferieren. Die am 02. April von der US-Regierung verkündeten länderspezifischen reziproken Zölle und die damit verbundene Unsicherheit führten zu einer kurzen Emissionspause am Primärmarkt, die sich mit der Ankündigung, die Zölle auszusetzen, aber schnell wieder legte. Im weiteren Verlauf des I. Halbjahres nahm das Emissionsgeschehen am Primärmarkt spürbar an Fahrt auf. Insbesondere die Monate Mai und Juni präsentierten sich als besonders emissionsstark. Mögliche Gründe für diese neu entfachte Dynamik können zweifelsohne in gewissen Nachholeffekten aufgrund des geringen Neuangebots zum Jahresstart gesehen werden sowie in der 90-tägigen Zollpause, die ein relativ ruhiges politisches Umfeld versprach. So beobachteten wir im Juni ein neues Rekordemissionsvolumen an neu platzierten Covered Bonds im Umfang von EUR 20,9 Mrd. Entsprechend notierte das Neuangebot zum Ende des I. Halbjahres nur noch EUR -5,4 Mrd. unter dem Emissionsvolumen aus dem Vorjahr. Diese positive Dynamik bewahrte der Primärmarkt auch über die Sommerpause hinweg und riss bis in den November nie wirklich ab. So konnten im Jahr 2025 insgesamt Covered Bonds im Volumen von EUR 155,0 Mrd. im EUR-Benchmarksegment platziert und damit das Emissionsvolumen aus 2024 (EUR 146,5 Mrd.) übertroffen werden.

Emissionsvolumen EUR BMK 2025 (EUR 155,0 Mrd.)



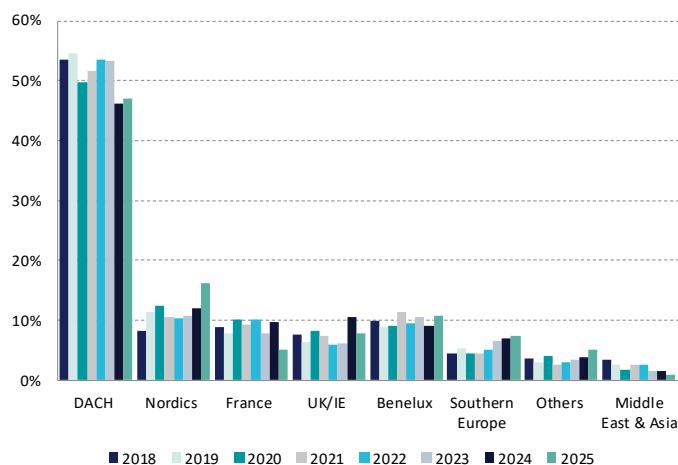
EUR BMK: Emissionsverlauf im Jahresvergleich



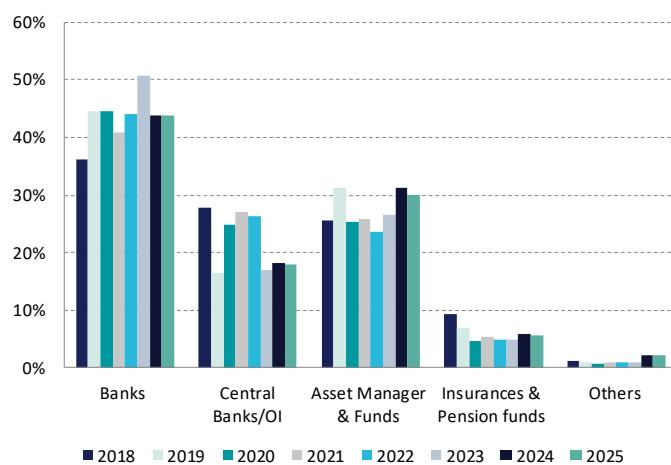
Positiver Net Supply 2025 summiert sich auf EUR 28,1 Mrd.

Mit Blick auf den Net Supply waren es Frankreich (Net Supply: EUR 10,7 Mrd.), Deutschland (EUR 11,0 Mrd.) und die Niederlande (EUR 6,8 Mrd.), die das Marktwachstum geprägt haben. Deutlich geschrumpft ist hingegen der Covered Bond-Markt in Spanien mit einem Nettoneuemissionsvolumen von EUR -14 Mrd. Ursächlich für diese Entwicklung ist insbesondere die hohe Einlagenbasis der Banken auf der iberischen Halbinsel bei einem moderaten Neugeschäft sowie die Marktkonsolidierungstendenzen der vergangenen Jahre. Neben Spanien wiesen u.a. auch Italien (Netteneuemissionsvolumen: EUR -4,4 Mrd.) und Schweden (EUR -1,4 Mrd.) einen schrumpfenden Covered Bond-Markt auf. Entsprechend ist das Wachstum des Covered Bond-Marktes in den unterschiedlichen Jurisdiktionen differenziert zu betrachten und jeweils von den regionalen Gegebenheiten abhängig.

Primärmarktdistribution nach Region des Investors



Primärmarktdistribution nach Investor



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

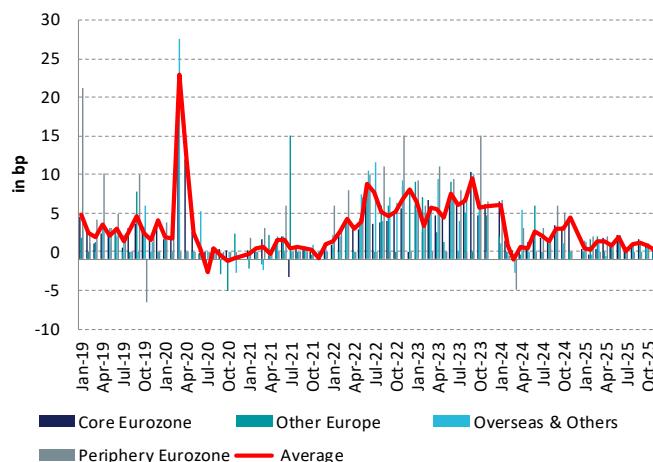
Investorenkreis bleibt weitestgehend konstant

Mit Blick auf die Investorenverteilung wurde das Covered Bond-Jahr 2025 nicht durch signifikante Verschiebungen geprägt. So stellen Banktreasuries sowie Asset Manager & Funds mit 74% des allokierten Gesamtvolumens in 2025 die bedeutendsten Investorengruppen dar. Seit dem Auslaufen der Ankaufprogramme ist der Anteil der Zentralbanken als Covered Bond-Investoren deutlich zurückgegangen, nichtsdestoweniger stellen diese weiterhin eine wichtige Investorengruppe dar. Bei Versicherungen und Pensionsfonds scheint die Präferenz der Emittenten für die mittleren Laufzeitbänder in 2025 keinen gesteigerten Appetit nach Covered Bonds erzeugt zu haben. Entsprechend verharrt der Anteil dieser Investorengruppen an den Allokationen im einstelligen Bereich. Mit Blick auf die regionale Verteilung stammt das Gros der Investoren aus der DACH-Region, mit einem Anteil von 47% des allokierten Emissionsvolumens. Beachtlich ist im Jahr 2025 der höhere Anteil von Covered Bond-Investoren aus den nordischen Ländern, der von 12,0% in 2024 auf 16,1% angestiegen ist. Hintergrund dürfte hier der Home Bias vieler Investoren am Covered Bond-Markt sein. Im Jahr 2025 platzierten Emittenten aus den Nordics Covered Bonds im EUR-Benchmarksegment i.H.v. EUR 23,0 Mrd., was einen neuen Rekordwert darstellt. Bei den Emissionen aus ihren Heimatländern zeigten die lokalen Investoren eine besonders hohe Nachfrage, was bei einem insgesamt hohen Emissionsvolumen aus dieser Region in der aggregierten Statistik einen Anstieg des Investorenanteils aus den Nordics zur Folge hatte.

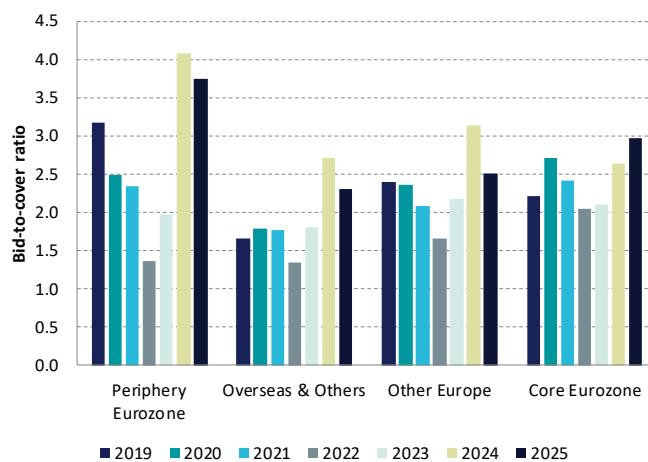
Neuemissionsprämien im gesamten Jahr konstant niedrig

Das Covered Bond-Jahr 2025 wurde geprägt von einer durchgehend hohen Nachfrage. Diese kam u.a. in hohen Bid-to-cover-Ratios und niedrigen bzw. teilweise negativen Neuemissionsprämien (NIPs) zum Ausdruck. So notierte die durchschnittliche NIP im Jahr 2025 bei 1,0bp, während für die vorangegangenen zwei Jahre Werte von 2,6bp (2024) bzw. 5,8bp (2023) zu Buche standen. Ebenfalls war die Schwankungsbreite der NIP im Vergleich zu den Vorjahren in 2025 relativ gering. Die Bid-to-cover-Ratios lagen hingegen mit 2,84x in 2025 auf einem nahezu identischen Niveau wie im Vorjahr (2024: 2,88x). Die hohe Nachfrage führte zu gut gefüllten Orderbüchern, welche auch bei einer deutlichen Reduktion der Spreads in der Vermarktungsphase zu keinen rapiden Rückgängen in den Orderbüchern führten. Das Zusammenspiel von Fair Value und Reoffer-Spread, insbesondere im Vergleich zu unbesicherten Anleihen, hat nach unserem Dafürhalten im Jahresverlauf zu einer höheren Attraktivität von Covered Bonds geführt.

Nettöneuemissionsprämien (in bp)



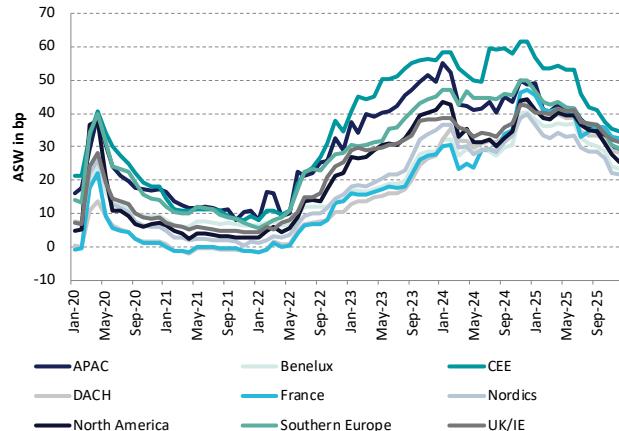
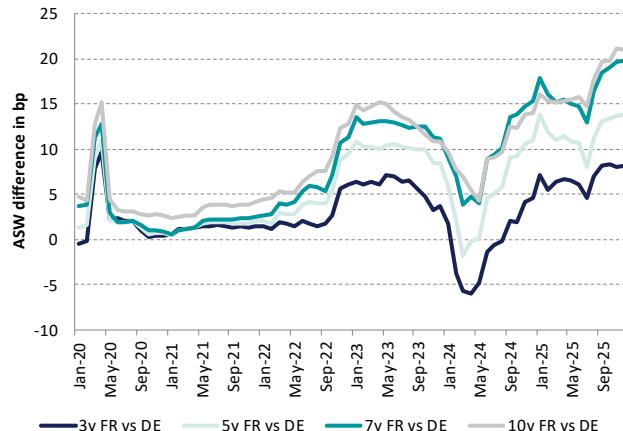
Bid-to-cover-Ratios



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Sekundärmarkt: Spreads fast über den gesamten Jahresverlauf hinweg rückläufig

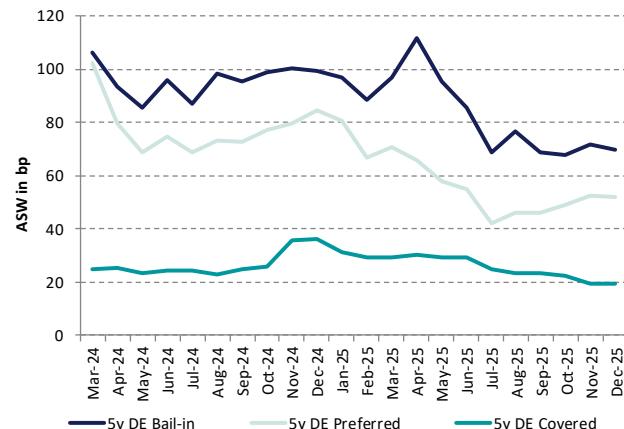
Die Spreadentwicklung im Jahr 2025 wurde maßgeblich von den „klassischen“ Covered Bond-spezifischen Angebots- und Nachfragefaktoren getrieben. Die konstant hohe Nachfrage führte zu einem Rückgang der Spreads fast über den gesamten Jahresverlauf hinweg. Zum Jahresstart überwog infolge der Verschiebung des Bund-Swap-Spreads hingegen noch die Unsicherheit in Bezug auf die Höhe des Fair Values einer Neuemission. Die ersten Neuemissionen in 2025 gingen entsprechend mit einem Pick-up gegenüber dem Vorjahr an den Markt. Das im Vergleich zum Vorjahr geringere Neuemissionsvolumen im I. Quartal in Verbindung mit der hohen Nachfrage führte zu spürbaren Spreadänderungen am Covered Bond-Markt. Dieser Trend zu engeren Spreads begleitete uns über das gesamte weitere Jahr hinweg und zeigte sich auch nicht nur auf einzelne Jurisdiktionen begrenzt. Vielmehr verschwanden die Spreaddifferenzen zwischen den einzelnen Jurisdiktionen zunehmend. Differenzierter stellte sich hingegen die Entwicklung mit Blick auf französische Covered Bonds dar. Aufgrund der gestiegenen Unsicherheit in Bezug auf die politische Stabilität und das hohe Haushaltsdefizit fiel die Spreadperformance in der „Grande Nation“ deutlich schwächer aus als im Großteil der anderen EUR-Benchmarkjurisdiktionen. Entsprechend stieg die Spreaddifferenz zwischen französischen Covered Bonds und Pfandbriefen im Jahr 2025 weiter an, während sich diese beispielsweise gegenüber Covered Bonds aus Italien reduzierte.

EUR BMK: Spreadentwicklung (5y; generisch)**EUR BMK: Spreadentwicklung FR vs. DE**

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Relative Value: Spreadkompression zwischen den Assetklassen hält an

Nicht nur zwischen den einzelnen Covered Bond-Jurisdiktionen war im Jahr 2025 eine zunehmende Spreadkompression zu konstatieren, sondern auch zwischen Covered Bonds und Anleihen aus dem SSA/Public Issuers-Universum sowie ungedeckten Anleihen. Nachdem die Verschiebungen des Bund-Swaps-Spreads Ende 2024 das gesamte Spreadgefüge zwischen den einzelnen Assetklassen in Bewegung gesetzt hatten, pendelte sich im Jahr 2025 zunehmend ein neues Gleichgewicht ein. Die generische Renditedifferenz zwischen Pfandbriefen und vergleichbaren KfW-Anleihen lässt sich beispielhaft an dem durch SSA ausgeübten Druck auf die Covered Bond-Spreads ablesen. So reduzierte sich die Renditedifferenz zwischen den beiden Teilmärkten im II. Halbjahr, notierte aber deutlich oberhalb der Tiefststände zu Beginn des Jahres 2025. Im Kontrast dazu verzeichneten wir im II. Halbjahr einen Anstieg der Spredendifferenzen zwischen gedeckten und ungedeckten Anleihen in Benchmarksize, nachdem diese sich in der ersten Jahreshälfte ebenfalls rückläufig entwickelten. Hier würden wir aber eher von einer Normalisierung, als von einer Trendumkehr sprechen, da die Spredendifferenzen zum Ende des Jahres weiterhin deutlich unter den Werten zum Jahresstart lagen. Nichtsdestoweniger stellten Covered Bonds unter Relative Value-Gesichtspunkten nach unserem Dafürhalten sowohl für Investoren als auch für Emittenten über das gesamte Jahr 2025 hinweg eine attraktive Assetklasse dar.

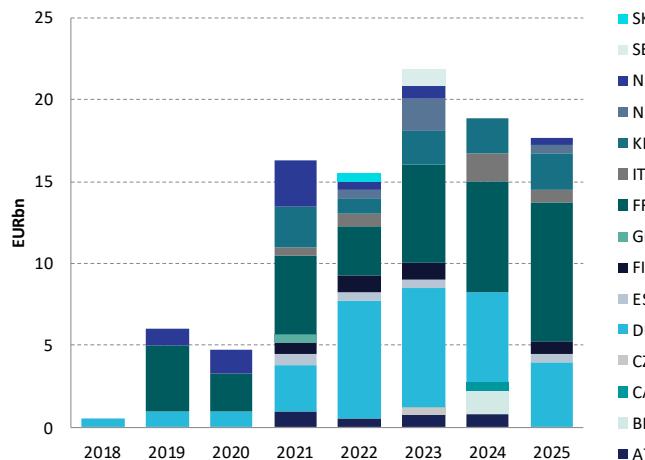
Pfandbriefe vs. Seniors (5y generisch)**Renditedifferenz: Pfandbriefe vs. KfW**

Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

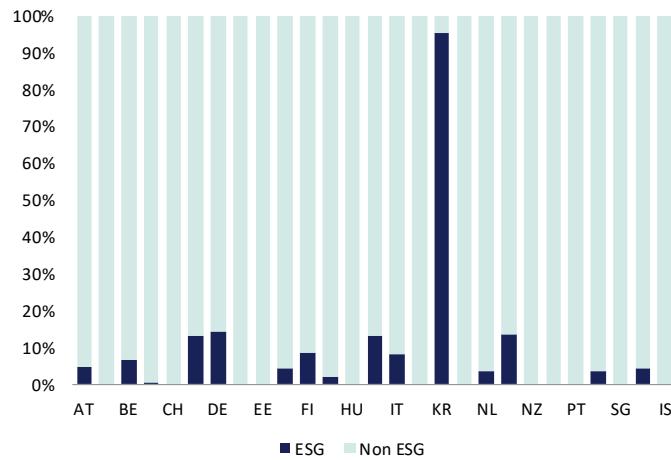
ESG-Segment bleibt bei Emissionen von EUR 17,7 Mrd. auch 2025 auf Wachstumskurs

In absoluten Zahlen markierte das Jahr 2025 für den ESG-Teilmarkt im EUR-Benchmarksegment zum zweiten Mal in Folge einen Rückgang des Emissionsvolumens. So wurden in den vergangenen zwölf Monaten Covered Bonds in den nachhaltigen Formaten („Green“, „Social“ und „Sustainability“) im Umfang von EUR 17,7 Mrd. (verteilt auf 24 Emissionen) am Markt platziert. Dieser Wert lag EUR 1,2 Mrd. unter dem Vorjahresniveau (EUR 18,9 Mrd.) und war einmal mehr von Platzierungen im grünen Format dominiert. So entfielen EUR 11,3 Mrd. auf das Segment „Green“ (Vorjahr: EUR 10,8 Mrd.), während EUR 4,9 Mrd. der Kategorie „Social“ (Vorjahr: EUR 7,7 Mrd.) und EUR 1,6 Mrd. dem Label „Sustainability“ (Vorjahr: EUR 0,5 Mrd.) zuzurechnen waren. 2025 kann mit Blick auf die Fälligkeiten zweifelsohne als Lackmustest für das weitere Wachstumspotenzial des ESG-Segments angesehen werden. So standen hier zum ersten Mal signifikante Fälligkeiten von EUR 11,2 Mrd. zu Buche, nachdem zuvor die Fälligkeiten in einem Jahr sich nie auf mehr als EUR 3,0 Mrd. summierten. Mit einem Nettoneuemissionsvolumen von EUR 6,5 Mrd. zeigt der ESG-Teilmarkt, dass mit einem abrupten Ende des Wachstums im ESG-Segment nicht zu rechnen ist. Debütanten gingen in 2025 nicht mit neuen EUR-Benchmarks auf die Investoren zu. Nichtsdestoweniger schließen wir für das Jahr 2026 insbesondere in den Formaten „Green“ und „Social“ mögliche Debüttransaktionen nicht aus. Der Anteil der ESG-Deals am gesamten EUR-Benchmarksegment lag Ende 2025 bei rund 9,6%, wobei die Verteilung auf Jurisdiktionsebene sehr heterogen ist. Bezogen auf das Emissionsvolumen stand in 2025 ein Anteil von rund 11% zu Buche (Vorjahr: 13%).

EUR-Benchmarks (ESG): Emissionsvolumen



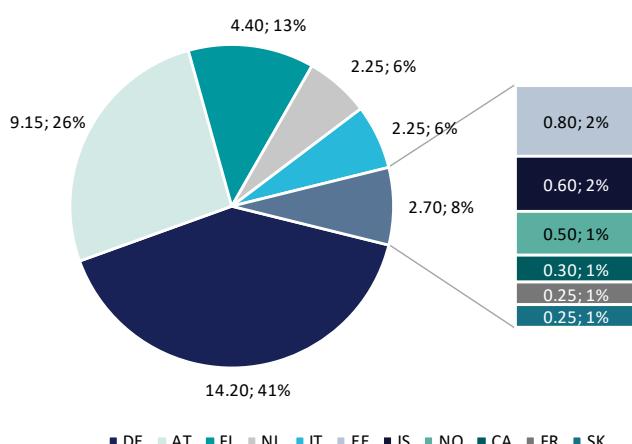
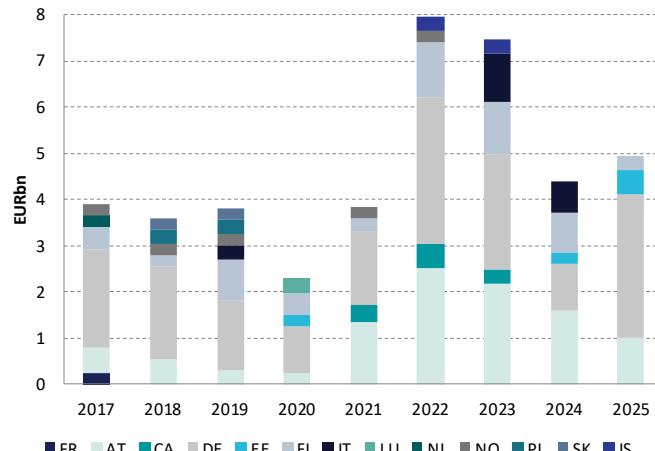
EUR-Benchmarks (ESG): Anteile am Gesamtmarkt



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

EUR-Subbenchmarksegment 2025 wieder etwas dynamischer

Etwas dynamischer als in 2024 präsentierte sich das Segment der EUR-Subbenchmarks in den vergangenen zwölf Monaten. Während hier 2024 frische Ware im Volumen von EUR 4,4 Mrd. am Markt platziert wurde, belief sich das Emissionsvolumen am Ende des Jahres 2025 auf EUR 5,0 Mrd. Wir sehen das EUR-Subbenchmarksegment weiterhin auf einem organischen Wachstumskurs und führen diese Einschätzung nicht zuletzt auf die Debüts in diesem Teilsegment zurück. So gingen in 2025 die Coop Pank (EE) und die Nassauische Sparkasse (DE) mit ihren ersten EUR-Subbenchmarkemissionen auf ihre Investoren zu. Darüber hinaus entschied sich die BSK 1818 (DE; ehemals Landesbank Berlin) zur Emission ihres ersten Öffentlichen Pfandbriefs in diesem Segment. Zuvor war die Bank nur mit Hypothekenpfandbriefen in Subbenchmarksize am Markt aktiv gewesen.

EUR-Subbenchmarkvolumen nach Land (in EUR Mrd.)**EUR-Subbenchmarks: Emissionsvolumen**

Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

NORD/LB Issuer Guide 2025 als Nachschlagewerk für den Covered Bond-Markt

Im November 2025 haben wir die 13. Ausgabe unseres [NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds](#) veröffentlicht. Die Publikation liefert wie gewohnt einen umfangreichen Überblick über den Covered Bond-Markt. Der Fokus des Issuer Guides liegt dabei auf den Emittenten von Covered Bonds sowie den entsprechenden Deckungsstöcken. Die Studie umfasst Informationen von 188 Instituten, die jeweils über ausstehende EUR-Benchmark- und/oder Subbenchmarkemissionen verfügen. Es wurden die Daten von mehr als 220 Cover Pools aus 27 Jurisdiktionen zusammengetragen. Darüber hinaus haben wir uns im Rahmen der Regelpublikationen „Transparenzvorschrift §28 PfandBG“ ([Ausgabe Q3/2025](#)), „Transparenzvorschrift §28 PfandBG Sparkassen ([Ausgabe Q3/2025](#)) sowie „Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds“ ([Ausgabe 02/2025](#)) auch in den vergangenen zwölf Monaten regelmäßig spezifischen Datenveröffentlichungen sowie regulatorischen Aspekten gewidmet. Diese und weitere Publikationen finden sich hier: [NORD/LB Floor Research](#). Wenn Sie keine aktuellen Informationen verpassen möchten, nehmen wir Sie gerne auf unseren [Floor Research Newsletter-Verteiler](#). Mit den aktuellen Entwicklungen im ESG-Segment haben wir uns im Rahmen unseres [ESG-Update 2025](#) auseinandergesetzt und die Chancen und Herausforderungen in diesem Markt herausgearbeitet.

Fazit

Auch die vergangenen zwölf Monate markierten ein besonderes Covered Bond-Jahr. Eine hohe Nachfrage und niedrige Neuemissionsprämien gehörten 2025 ebenso zur Gemengelage wie zollpolitische Emissionspausen oder die Auswirkungen der politischen Instabilität und Staatsverschuldung in Frankreich. „Schwächer gestartet, aber stark aufgeholt“ beschreibt unserer Ansicht nach das Emissionsgeschehen am Covered Bond-Markt passend. Neben wachsenden Märkten in Deutschland und Frankreich gehörten auch negative Netto-neuemissionsvolumina in Spanien und Italien zu den wichtigen Faktoren des Covered Bond-Jahres. Die Spreadperformance am Sekundärmarkt ging 2025 mit einer Spreadkompression zwischen den einzelnen Jurisdiktionen sowie zwischen den einzelnen Assetklassen einher. Das Jahr endete final auf einem positiven Grundton, als selbst spät im November noch erfolgreich Neuemissionen mit niedrigen NIPs und hohen Bid-to-cover-Ratios platziert werden konnten.

SSA/Public Issuer

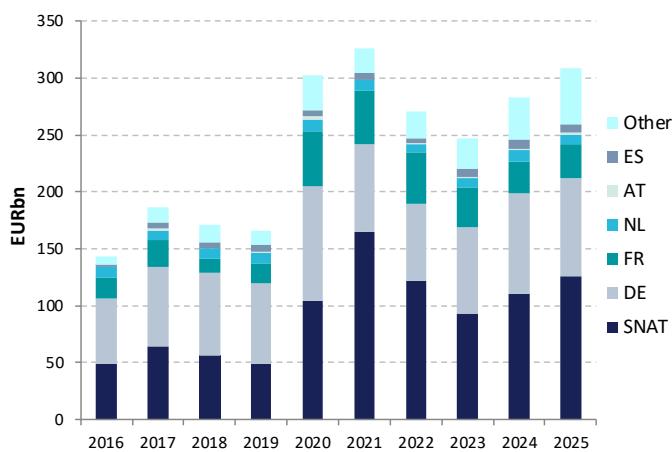
SSA-Jahresrückblick 2025

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

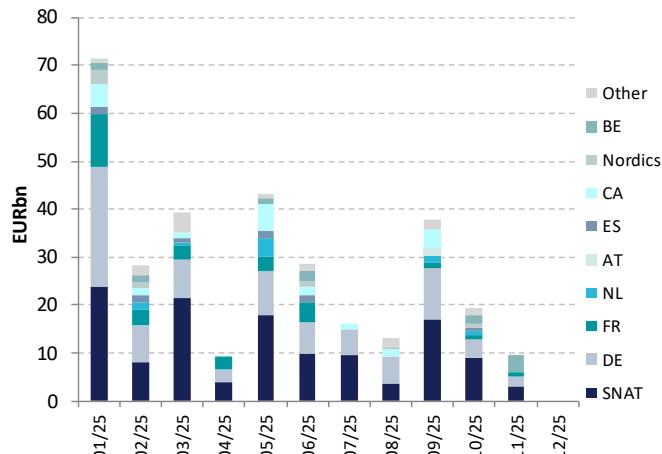
Einleitung

Unsere erste Ausgabe des neuen Jahres wollen wir in gewohnter Manier für einen Blick in den Rückspiegel nutzen und die Entwicklungen am SSA-Markt 2025 rekapitulieren. Insgesamt war das abgelaufene Jahr für die Emittenten in unserer Coverage von zunehmenden Bedenken rund um die nachhaltige Tragfähigkeit der europäischen öffentlichen Haushalte geprägt. Die Notwendigkeit von Investitionen in die Verteidigungsfähigkeit, gepaart mit erforderlichen Ausgaben für Infrastrukturprojekte, hat nicht nur in Deutschland oder Frankreich zu einem erhöhten Refinanzierungsbedarf der öffentlichen Hand geführt. Auch auf der Nachfrageseite gab es fundamentale Veränderungen: So zog sich u.a. die EZB im Zuge des Quantitative Tightenings als größter preisunsensibler Investor von den Anleihebörsen vollständig zurück. Gleichzeitig wurden die Neuemissionen unserer Emittenten über das gesamte Jahr hinweg sehr gut absorbiert, was sich positiv auf die Entwicklung der Spreads auswirkte.

EUR-Benchmark-Emissionsvolumina



EUR-Benchmark-Emissionsvolumina 2025



Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Trend setzt sich fort – Emissionsvolumen im Vergleich zum Vorjahr erneut gestiegen

Das Neuemissionsvolumen ist in 2025 gegenüber dem Vorjahr erneut (deutlich) gestiegen. Mit einem Umfang von EUR 316,7 Mrd. (+10,6% Y/Y) belegte das Jahr 2025 dabei Platz #2 im Langfristvergleich – lediglich im Jahr 2021 lag es mit EUR 329,3 Mrd. höher. Bezogen auf die Anzahl an frischen EUR-Benchmarks rangiert das Jahr 2025 im historischen Vergleich hingegen mit 214 Emissionen auf Rang #1 (2020: 211 Bonds). Die Zunahme des Emissionsvolumens ist dabei v.a. auf die Refinanzierungsaktivitäten der Supranationals – hier insbesondere die EU und EIB – zurückzuführen, die mit EUR 127,3 Mrd. mehr emittierten als noch im Vorjahr (2024: EUR 110,8 Mrd.). Demgegenüber ging das Emissionsvolumen deutscher Länder und Agencies mit EUR 86,9 Mrd. gegenüber dem Vorjahr (2024: EUR 88,2 Mrd.) leicht zurück, während aus der französischen Jurisdiktion wieder mehr Material an den Markt kam (2025: EUR 30,0 Mrd.; 2024: EUR 28,1 Mrd.).

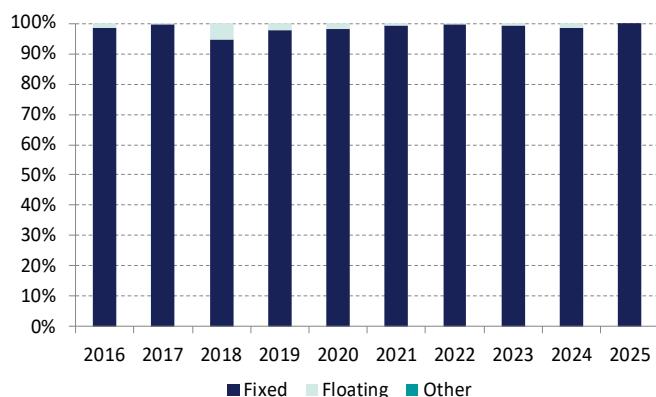
Orderbücher auf Rekordniveau – EU dominiert Tapvolumen

Hinsichtlich der aggregierten Orderbücher konnten wir über alle Neuemissionen hinweg einen Wert i.H.v. EUR 1.928,3 Mrd. ermitteln (2024: EUR 1.384,0 Mrd.; 2023: EUR 1.088,9 Mrd.). Damit übertraf das Jahr 2025 sogar die bis dato historische Marke des Pandemiejahrs 2021, als sich die Orderbücher auf EUR 1.837,3 Mrd. summieren. Im Langfristvergleich rangiert das vergangene Jahr damit auf Platz #1. Knapp 58% des Volumens entfiel dabei auf die Supranationals, während deutsche Emittenten mit EUR 332,0 Mrd. die zweithöchste Nachfrage auf sich vereinen konnten. Hinsichtlich der durchgeführten Aufstockungen ausstehender Anleihen belief sich das Tapvolumen auf EUR 92,1 Mrd. und ist damit gegenüber 2024 um rund -23% zurückgegangen. Wenig überraschend dominierte die EU dieses Segment und sammelte insgesamt EUR 78,9 Mrd. über entsprechende Transaktionen ein.

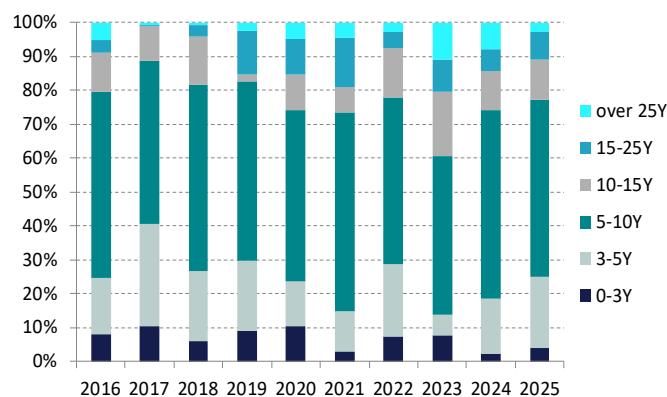
Festkuponanleihen bestimmen weiterhin das Emissionsgeschehen

Hinsichtlich der Kuponstruktur blieb das Primärmarktgeschehen auch in 2025 dominiert von Festkuponanleihen. Lediglich 0,7% des gesamten Emissionsvolumens bzw. EUR 2,3 Mrd. kamen in Form von Floatern an den Markt. Der Anteil von FRN ist damit gegenüber dem Vorjahr (1,6%) spürbar gesunken und notiert weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt, welcher für die Jahre 2008-2025 bei knapp 5% liegt (Median: 2%). Drei der vier platzierten Bonds mit variabler Verzinsung wurden dabei in der ersten Jahreshälfte emittiert, als das EZB-Zinssenkungskarussell noch in vollem Gange war. Da die Mehrheit der Marktteilnehmer derzeit nicht davon ausgeht, dass die EZB in 2026 an der Zinsschraube drehen wird, sehen wir am aktuellen Rand keinen Anlass davon auszugehen, dass sich der Anteil von FRN-Emissionen im laufenden Jahr signifikant erhöhen dürfte.

EUR-Benchmark-Emissionen nach Kupontyp



EUR-Benchmark-Emissionen nach Laufzeitbereich

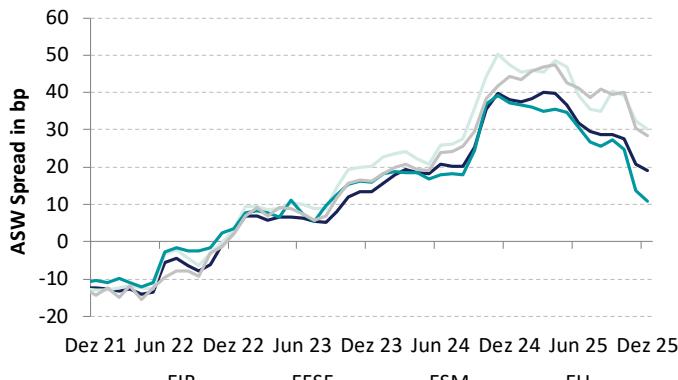


Anm.: Benchmarks werden als Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mind. EUR 0,5 Mrd. definiert.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Laufzeitenbuckets: Mittlere Laufzeiten weiterhin im Fokus

Ein Blick auf die Veränderungen der Laufzeiten offenbart, dass die Marktteilnehmer im Jahr 2025 v.a. zu Emissionen im Laufzeitsegment 5-10Y tendierten, welches mit 52,4% den mit Abstand größten Anteil ausmachte. Allerdings ging dieser Anteil im Vergleich zum Jahr 2024 um -3,1%-Punkte zurück. Gleichermaßen lässt sich auch für Emissionen im ultralangen Band (>25Y) konstatieren: Hier betrug der Rückgang sogar -5,3%-Punkte, was einem Rückgang des Neuemissionsvolumens in diesem Bereich von knapp 60% gegenüber dem Vorjahr entsprach. Mit einem Anstieg auf einen Anteil i.H.v. 11,9% konnte das Laufzeitsegment 10-15Y nach einem deutlichen Rückgang in 2024 wieder eine (leicht) positive Entwicklung verzeichnen. Gleichermaßen gilt ebenfalls für das Band 3-5Y, welches mit 20,9% weiterhin das zweithöchste Emissionsvolumen aufwies (+4,6%-Punkte im Vergleich zu 2024).

Europäische Supras ASW Spreads 10y**Deutsche Länder & KFW ASW Spreads 10y**

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research, Daten vom 30. Dezember 2025

Repricing (weitestgehend) abgeschlossen – Risikoprämien tendenziell rückläufig

Hinsichtlich der Spreadentwicklung zeigten sich die Risikoaufschläge über nahezu den gesamten Jahresverlauf 2025 tendenziell rückläufig. Diese Bewegung konnten wir in fast sämtlichen Jurisdiktionen registrieren – mit der Ausnahme von Frankreich. Die anhalten den Sorgen über die ausufernden Staatsschulden, ein immer größeres Haushaltsdefizit, die permanente politische Instabilität ohne jegliche nachhaltige Reformen und Rating-Downgrades sorgten dafür, dass Investoren weiterhin höhere Risikoprämien als Kompensation für das Halten von französischen SSA-Anleihen verlangten. Auch in Deutschland wird die Belastung für die öffentlichen Haushalte in Zukunft ansteigen. Auf Länderebene stellen die stark strapazierte Finanzlage der Kommunen in Kombination mit zukünftig weiter steigenden Pensionsverpflichtungen einen erheblichen Ballast für die entsprechenden Etats dar. Hinzu kommen notwendige Investitionen in die Infrastruktur. Nichtsdestoweniger zeigt die Spreadentwicklung für Länderanleihen eindeutig, dass ihnen trotz dieser finanziellen Herausforderungen weiterhin eine hohe Kreditqualität attestiert wird. Gleichermaßen gilt auf überstaatlicher Ebene auch für Bonds der großen luxemburgischen Supranationals. Die EU und EIB gehörten auch 2025 zu den größten Emittenten im SSA-Segment und entsprechende Neuemissionen erfreuten sich bei Investoren einer hohen Beliebtheit, wie die jeweiligen Überzeichnungsquoten offenbarten. Grundsätzlich dürften auch die E-Supras von ihrem Status als „Safe Haven“-Asset im letzten Jahr profitiert haben, sodass diese trotz des pessimistischen Ausblicks für Frankreich als essenziellen Anteilseigner die Risikoprämien im Zeitverlauf gesunken sind.

Französische Agencies ASW Spreads 10y**Niederländische Agencies ASW Spreads 10y**

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research, Daten vom 30. Dezember 2025

Januar 2025 – der aktivste SSA-Monat aller Zeiten

Die zeitliche Verteilung der Emissionen ergab im Jahr 2025 erneut ein bekanntes Bild. Zwar zählt der Monat Januar in aller Regel ohnehin zu einem der emissionsreichsten des Jahres, im vergangenen Jahr ging es allerdings besonders aktiv zu: Entsprechend summierten sich die EUR-Benchmarkemissionen im Januar 2025 für das SSA-Segment auf EUR 71,5 Mrd. (2024: EUR 61,3 Mrd.; 2023: EUR 52,5 Mrd.; 2022: EUR 44,5 Mrd.). Noch nie zuvor sind wir derart emissionsstark in ein Jahr gestartet. Zudem konnten wir in unserer historischen Datenbank keinen anderen Monat registrieren, in dem in einer vergleichbaren Größenordnung neue Anleihen an den Markt gekommen sind. Der zweitemissionsreichste Monat war indes der Mai mit frischen Benchmarks im Umfang von EUR 43,3 Mrd. Der März belegte in dieser Rangliste mit EUR 39,3 Mrd. erneut den dritten Platz. Lediglich im Dezember kam der Primärmarkt zum Erliegen, sodass dort keine einzige Anleihe platziert wurde.

Debütemissionen am SSA-Primärmarkt

Auch im Jahr 2025 konnten wir wieder Debütemissionen im EUR-Benchmarkformat beobachten. Einer der Debütanten war die New Zealand Local Government Funding Agency (Ticker: NZLGFA), die erstmalig EUR 500 Mio. zu ms +38bp bei fünfjähriger Laufzeit einsammelte. Aus Australien schloss sich der Bundesstaat Queensland (Ticker: QTC) an und platzierte seine erste EUR-Benchmark im Umfang von EUR 1,25 Mrd. (10y) zu ms +74bp. Auch der supranationale OPEC Fund for International Development (Ticker: OFIDEV) feierte sein EUR-Benchmarkdebüt und emittierte einen EUR 500 Mio. schweren [Sustainability Bond](#) (5y) zu ms +46bp. Im Subbenchmarksegment zeigte sich darüber hinaus die Föderation Bosnien und Herzegowina (Ticker: FEDBH) erstmals aktiv und versorgte sich mit EUR 350 Mio. (5y) zu einem für Sub-Sovereigns bemerkenswerten Reoffer-Spread von ms +222bp.

Publikationen in 2025

Zusätzlich zu unseren regelmäßigen Kommentierungen von marktbewegenden Ereignissen sowie emissionsbegleitendem Research galt auch in 2025 wieder das Motto „Schuster bleib bei Deinen Leisten“: Demzufolge haben wir im August die mittlerweile zwölftes Ausgabe des [Issuer Guide – Deutsche Länder](#) veröffentlicht, der sich – und das sagen wir nicht ganz ohne Stolz – wiederholt großer Beliebtheit erfreute. Für uns ist es zudem stets interessant zu sehen, wie Ihr Interesse für sog. Nischenprodukte wächst. Daher waren wir in diesem Jahr wieder in dem Segment „Beyond Bundesländer“ umtriebig und haben uns im Detail den [belgischen Regionen](#) sowie dem [Großraum Paris](#) gewidmet. Innerhalb der Emissortengruppe der Agencies erschienen zudem Issuer Guides aufgeteilt nach den einzelnen Submärkten: Veröffentlicht wurden hier in 2025 [deutsche](#), [französische](#), [niederländische](#), [österreichische](#), [skandinavische](#), [spanische](#) sowie [außereuropäische Agencies](#). Aus dem Segment der Supranationals beleuchteten wir darüber hinaus sowohl [europäische](#) als auch [außereuropäische](#) Supras/MDBs. Flankiert wurden diese jährlichen Studien von insgesamt 43 Ausgaben unserer Wochenpublikation, in denen wir uns assetklassenübergreifend besonders intensiv mit dem Thema Relative Value auseinandergesetzt haben (z.B. [Wochenpublikation vom 16. April 2025](#)). Darüber hinaus sorgte die Reform der niederländischen Pensionsfonds für Aufsehen, sodass wir uns diesem Themengebiet und den sich daraus ergebenden Implikationen vor Weihnachten ebenfalls detailliert gewidmet haben (vgl. [Wochenpublikation vom 17. Dezember 2025](#)). Besonders gefreut haben wir uns des Weiteren über die rege Teilnahme an diversen digitalen Spotlights sowie an unserer jährlichen Kapitalmarktkonferenz, die im September erneut im Schloss Herrenhausen stattfand – Gleicher gilt auch für unser jährliches Regulatory Update im Februar.

EU stellte weitere Weichen für die Zukunft

Auch in 2025 hat die EU einige wegweisende Entscheidungen getroffen und wichtige Weichen für ihre zukünftigen Aktivitäten am Kapitalmarkt gestellt. So hat die Kommission entschieden, das Konjunkturprogramm NGEU über das Jahr 2026 hinaus nicht zu verlängern. Da NGEU vollständig über die Schuldenaufnahme am Kapitalmarkt finanziert wird, dürfte dies folglich dazu führen, dass die Emissionstätigkeit der Staatengemeinschaft ab 2027 spürbar nachlässt. Allerdings hat die EU neue Initiativen ins Leben gerufen, durch welche das unmittelbare Angebot an Anleihen über 2026 hinaus weiterhin auf einem hohen Niveau bleiben dürfte. So wurde Ende Mai 2025 mit Security Action for Europe (SAFE) ein EUR 150 Mrd. schweres Programm auf die Beine gestellt, welches bis einschließlich 2030 läuft. SAFE ist dabei Teil des von der EU-Kommission im März 2025 vorgestellten Plans zur Wiederaufrüstung Europas („ReArm Europe/Readiness 2030“) und sieht umfangreiche Investitionen im Sicherheits- und Verteidigungssektor vor. So wie im Falle von NGEU erfolgt die Refinanzierung vollständig über die gemeinsame Verschuldung mittels EU-Anleihen. Kurz vor Weihnachten beschloss die EU zudem, der Ukraine weitere Finanzhilfen i.H.v. EUR 90 Mrd. zur Verfügung zu stellen. Das Kapital soll als zinsloser Kredit gewährt werden und den militärischen Bedarf für die nächsten zwei Haushaltsjahre decken. Auch diese Mittel sollen über den Kapitalmarkt eingesammelt werden. Das anhaltende Ziel der EU, ihre Wertpapiere zukünftig vom Markt als Teil des Govie-Segments betrachten und damit in entsprechenden Bond-Indizes von namhaften Anbietern inkludieren zu lassen, wurde auch in 2025 weiterhin nicht erreicht. Demgegenüber ist seit dem 10. September der Handel mit Futures-Kontrakten auf Grundlage von EU-Anleihen an der Eurex möglich. Die „[Euro-EU Bond Futures](#)“ (FBEU) sind mit einem Kupon von 6% ausgestattet und weisen eine identische Laufzeit auf. Die lieferbaren Anleihen können hingegen Laufzeiten von 8-12 Jahren haben und spiegeln somit die Emissionstätigkeit der Staatengemeinschaft wider.

Ein neues Anleihelabel für Verteidigung und ein neuer E-Supra?

Um Anleihen zu identifizieren, deren Erlösverwendung primär „mit den europäischen Prioritäten bei Verteidigung, Sicherheit und strategischer Autonomie“ übereinstimmt, hat die Wertpapierbörse Euronext mit dem „[European Defence Bond](#)“ (EDB) ein entsprechendes Label geschaffen. Emittenten erklären dabei, dass mindestens 85% der Erlöse in die Finanzierung von Verteidigung, Sicherheit oder qualifizierten Dual-Use-Projekten fließen. Bis zu 15% dürfen für andere Aktivitäten verwendet werden, sofern sie nicht den strategischen Zielen der EU zuwiderlaufen. Im Gegensatz zu anderen neuen Anleihelabeln – wie dem European Green Bond Standard – ist für die Anleihen keine Zertifizierung durch einen externen Prüfer vorgesehen. Eine umfangreiche Kontrolle durch die Börse findet nicht statt, sondern beschränkt sich ausschließlich auf die Feststellung der formalen Richtigkeit sowie Vollständigkeit der Selbsterklärung. EDBs kommen nach unserem Dafürhalten nicht für ESG-Investoren in Frage, auch wenn die ICMA im Rahmen ihres zuletzt im Juni 2025 aktualisierten [Guidance Handbooks](#) die Kompatibilität zwischen Verteidigung und ESG nicht kategorisch ausgeschlossen hat. Im SSA-Segment zeigte sich in 2025 nur die [Bpifrance](#) (Ticker: BPIFRA) mit einem EDB am Markt aktiv. Ein Projekt, das mittlerweile auf der Kippe steht, ist die Schaffung eines neuen europäischen Supranationals, nämlich der Defence, Security, and Resilience Bank – kurz DSR Bank, die voraussichtlich ab 2027 am Markt Kapital für Verteidigungszwecke aufnehmen sollte. Hier wurde allerdings Anfang Dezember bekannt, dass die britische Regierung ihre Unterstützung zurückgezogen hat, sodass es unklar ist, ob das Projekt in der Form weiter fortgeführt oder ob eine alternative „Europäische Rüstungsbank“ zu diesem Zweck ins Leben gerufen wird.

Reform der Schuldenbremse auf Bund- und Länderebene

Am 18. März 2025 hat der Deutsche Bundestag noch in alter Zusammensetzung die Änderung des Grundgesetzes mit der dafür nötigen Zweidrittelmehrheit beschlossen – und damit ein aggregiert rund EUR 1.000 Mrd. schweres Investitionspaket für Verteidigung, Infrastruktur und Klimaschutz auf den Weg gebracht. Wenige Tage später, am 21. März, folgte schließlich auch die notwendige Zustimmung des Bundesrates für das von uns in unseren Publikationen als „Rambo-Zambo“ getaufte Paket. Dieses besteht aus mehreren Bestandteilen: Frei nach dem Motto „whatever it takes“ sieht die Reform der Schuldenbremse vor, dass sämtliche Verteidigungsausgaben, die 1% des BIP überschreiten, ausgenommen sind. Dieses (unambitionierte) Aufrüstungsprogramm („Rambo“) beläuft sich dabei auf EUR 400 Mrd., wohingegen der (fehlkonstruierte) „Verschiebebahnhof“ für Infrastruktur und Klimaschutz („Zambo“) insgesamt ein Volumen von EUR 500 Mrd. umfasst. Zurecht wurde „Sondervermögen“ zum Unwort des Jahres 2025 gekürt – es handelt sich schlichtweg um Schulden. Mit der in Kraft getretenen Modifizierung der Schuldenbremse gemäß Art. 109(3) des Grundgesetzes (GG) wurde im vergangenen Jahr – analog zum Bund – zudem auch den Ländern die Möglichkeit der Inanspruchnahme einer strukturellen Verschuldungskomponente i.H.v. 0,35% des BIP eingeräumt. Diese war vorher ausschließlich dem Bund vorbehalten. Damit die Länder auch aus rechtlicher Hinsicht in der Lage sind, diesen zusätzlichen finanziellen Spielraum ausschöpfen zu können, ist bzw. war bei der Mehrzahl jedoch zuvor noch eine Anpassung ihrer jeweiligen Landesverfassung nötig. Nur vier der 16 Länder haben keine Regelung in ihrer Landesverfassung getroffen (BERGER, NRW, THRGN und SAARLD). Einige der deutschen Länder – darunter beispielsweise [Hessen](#) (Ticker: HESSEN) und [Bremen](#) (Ticker: BREMEN) – haben die strukturelle Verschuldungskomponente bereits im vergangenen Jahr in ihren Nachtragshaushalten für 2025 berücksichtigt, während Länder wie Thüringen (Ticker: THRGN) und Berlin (Ticker: BERGER) angekündigt hatten, den zusätzlichen finanziellen Spielraum erst 2026 nutzen zu wollen. Im Oktober hat der Bundestag mit Zustimmung des Bundesrates zudem die Änderung des [Sanierungshilfengesetzes](#) beschlossen und damit die rechtliche Grundlage geschaffen, dass auch Länder wie Bremen und das Saarland, die derzeit Sanierungshilfen erhalten, den mit den Grundgesetzänderungen im März 2025 beschlossenen höheren Verschuldungsspielraum nutzen können, ohne gleichzeitig die Auszahlung der jährlichen Sanierungshilfen zu gefährden.

Gemeinschaft deutscher Länder mit zwei Emissionen in 2025

Die Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER) stellt eine Besonderheit im Allgemeinen und speziell am deutschen Sub-Sovereign-Markt dar. Mehrere deutsche Länder begeben im Rahmen des Konstrukts gemeinschaftlich Anleihen (sog. „Länderjumbos“, ab EUR 1 Mrd.), wobei jedes Land für seinen eigenen Anteil an der Gesamtemission (teilschuldnerisch) haftet. 1996 fanden erstmals mehrere Länder zu einer derartigen Emission zusammen. Seitdem hat sich die Gemeinschaft deutscher Länder am Rentenmarkt etabliert und ist mit einem ausstehenden Volumen von derzeit EUR 15,75 Mrd. verteilt auf 15 Bonds ein bedeutender Akteur am deutschen Länderanleihemarkt. Und auch 2025 zeigte sich LANDER wieder am Primärmarkt, nachdem zwei Anleihen im vergangenen Jahr (#47 im Februar und #54 im April) fällig wurden: Im Februar schlossen sich sechs Emittenten zusammen und sammelten durch Emission von Anleihe #66 (5y) guidancegemäß EUR 1 Mrd. zu ms +27bp ein. Einige Monate später, im September, folgte schließlich die Emission von Bond #67: In diesem Zuge gingen fünf der sieben an den Gemeinschaftsemissionen teilnehmenden Länder mit einem Jumbo im Umfang von EUR 1 Mrd. und einer Laufzeit von zehn Jahren auf die Investoren zu. Der Deal ging guidancegemäß zu ms +35bp über die Bühne, ein Orderbuch wurde nicht veröffentlicht.

Ratingänderungen – ein (erneuter) Blick auf Frankreich und regulatorische Implikationen

Auch im vergangenen Jahr kam es zu erwähnenswerten Ratingänderungen: Die wichtigste von ihnen stammte zwar nicht direkt aus dem SSA-Segment, hatte jedoch für jenes weitreichende Folgen. So haben die beiden Ratingagenturen Fitch und S&P ihre Einschätzung zur Bonität des französischen Staates im September bzw. Oktober des vergangenen Jahres reevaluiert. Und so kam es, wie es kommen musste: 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). 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, hatte das Downgrade für diejenigen Agencies unmittelbare Folgen, für deren regulatorische Behandlung das Rating maßgeblich ist. Konkret betraf dies Risikopositionen gegenüber der Agence Française de Développement (Ticker: AGFRNC), Bpifrance (Ticker: BPIFRA), AFL (Ticker: AFLBNK) sowie ALS (Ticker: ALSFR), für die sich – bei Anwendung von Art. 116 CRR und damit dem konservativeren Ansatz folgend – u.E. nun ein Risikogewicht von 50% ergibt. Die Herleitung der Risikogewichte ist für die genannten französischen Agencies allerdings alles andere als trivial und lässt einiges an Interpretationsspielraum offen. Abhängig davon, ob das entsprechende Risikogewicht über Art. 116 CRR (öffentliche Stellen) oder Art. 120 CRR (Institute) hergeleitet wird, ist bei Anwendung des weniger konservativen Ansatzes (Art. 120 CRR) auch ein Risikogewicht von 30% möglich. [Fitch](#) hat darüber hinaus in diesem Zuge auch 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 betraf dies die Region Okzitanien sowie die Île-de-France (IDF). Infolge der steigenden Staatsverschuldung senkte zudem auch [S&P](#) die Bonitätsstufe der „Grande Nation“ am 17. Oktober von AA- auf A+ bei dann stabilem Ausblick. Wenige Tage später hatte S&P erwartungsgemäß auch die Ratings von insgesamt acht französischen [staatsnahen Emittenten](#) (government-related entities, GREs) an das des französischen Staates angeglichen sowie die Ausblicke ebenfalls auf stabil angepasst. Regulatorische Konsequenzen dürfte die Entscheidung nach unserem Dafürhalten allerdings lediglich für die SAGESS gehabt haben: Dadurch, dass die Agency nur von S&P bewertet wird, erhöhte sich das anzusetzende Risikogewicht von zuvor 20% auf nun 50% (gemäß Art. 116 CRR). Im Kontext der LCR-Klassifizierung dürften Anleihen der SAGESS folglich aufgrund des zu hohen Risikogewichts u.E. ihre LCR-Fähigkeit verlieren (zuvor: Level 2A). Vor dem Hintergrund, dass Frankreich den zweitgrößten Garantiegeber für die EFSF darstellt, sah sich S&P des Weiteren dazu veranlasst, auch das Rating des Supranationals herabzustufen. Apropos Regulatorik: Die Agency Société des Grands Projets (SGP; Ticker: SOGRPR) hat mit Wirkung zum 17. Dezember des vergangenen Jahres eine deutliche Verbesserung ihrer Behandlung erfahren. So hat die nationale Bankenaufsichtsbehörde Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) [entschieden](#), dass Exposure gegenüber der SGP zukünftig identisch zu behandeln ist wie Risikopositionen gegenüber dem französischen Staat. Für weitere Details sei an dieser Stelle auf unsere Ausführungen im [Marktumfeld](#) verwiesen.

Weitere ausgewählte Ratingänderungen

Auch abseits von Frankreich und der damit einhergehenden Bonitätsanpassungen staatsnaher Emittenten bzw. Supranationals gab es 2025 weitere erwähnenswerte Ratingveränderungen. Wir blicken zunächst nach Österreich, wo sich [S&P](#) im Februar u.a. vor dem Hintergrund der weiterhin gedämpften Konjunkturaussichten dazu veranlasst sah, den Ausblick der Alpenrepublik von „positiv“ auf „stabil“ bei unverändertem Rating herabzusenken. Davon betroffen waren u.a. auch die Ausblicke der sich in unserer Coverage befindlichen Autobahnen- und Schnellstraßen-Finanzierungs-AG (ASFiNAG, Ticker: ASFING), Oesterreichische Kontrollbank AG (OeKB, Ticker: OKB) sowie ÖBB-Infrastruktur AG (Ticker: OBND). Analog dazu entschloss sich im August auch Moody's für die Anpassung des Ausblicks für Österreich – dieser veränderte sich jedoch von zuvor „stabil“ auf nun „negativ“. In diesem Zuge wurden auch die Ausblicke von drei staatsnahen Emittenten gesenkt, darunter auch jener der ASFiNAG. Weitere Ratinganpassungen haben wir in Deutschland vernommen: Bei der turnusmäßigen Überprüfung im März hat S&P zwar das bis dato geltende Rating von AA+ für Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR) bestätigt, den Ausblick jedoch von „positiv“ auf „stabil“ gesenkt. Ursächlich hierfür waren aus Sicht der Risikoexperten die Entwicklungen rund um die Aufweichung der Schuldenbremse. Aufgrund der Haftungskaskade erfolgte die Anpassung auch auf die Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank (Ticker: LBANK). Positive Nachrichten gab es hingegen aus dem europäischen Süden: S&P hat die Bonitätsstufe der spanischen Förderbank Instituto de Crédito Oficial (Ticker: ICO) von A auf A+ (Ausblick: stabil) angehoben und diese damit an das Rating des spanischen Staates angeglichen, welcher Mitte September hochgestuft wurde. Wenig später entschied sich auch Fitch dazu, das Rating Spaniens von A auf A (Ausblick: stabil) anzuheben – und damit analog auch die Bonitätsbeurteilung von fünf weiteren staatsnahen Emittenten (u.a. ICO, ADIF-Alta Velocidad [Ticker: ADIFAL] und Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos [Ticker: CORES]). Auch das Rating des italienischen Förderinstituts Cassa Depositi e Prestiti (Ticker: CDEP) wurde an das des italienischen Staates angepasst, nachdem Moody's am 21. November das Rating Italiens erstmals seit 23 Jahren (!) angesichts der spürbaren Erfolge der wirtschafts- und fiskalpolitischen Reformen von Baa3 auf Baa2 (Ausblick: stabil) anhob.

NBank im Oktober 2025 erstmals von Fitch bewertet – Förderinstitut erhält Bestnote

Die Ratingagentur Fitch hat im Oktober des vergangenen Jahres erstmals die Kreditwürdigkeit der Investitions- und Förderbank des Landes Niedersachsen ([NBank](#)) beurteilt. Das Institut erhielt dabei die Bestnote „AAA“ (Ausblick: stabil) – analog zum Land Niedersachsen (Ticker: NIESA). Ausschlaggebend hierfür sei aus Sicht der Risikoexperten allen voran der starke Garantie- und Haftungsmechanismus, der es erlaubt, das Rating der Agency mit jenem des Landes gleichzusetzen. Als Emittent ist die NBank (noch) nicht Teil unseres Issuer Guide – Deutsche Agencies, allerdings haben wir die Förderbank im vergangenen Jahr im Rahmen unserer [Wochenpublikation vom 16. April 2025](#) näher beleuchtet.

Scope Ratings: Coverage um ESM, EIB und RENTEN erweitert

Die europäische Ratingagentur Scope hat im Laufe des vergangenen Jahres ihre Coverage sukzessive erweitern können und wurde von einigen wichtigen Emittenten aus dem SSA-Segment mandatiert: Seit Januar verfügt beispielsweise die Landwirtschaftliche Rentenbank (Ticker: RENTEN) über ein Rating von Scope, ehe im März bzw. Mai auch die offizielle Beauftragung des European Stability Mechanism (Ticker: ESM) sowie der European Investment Bank (Ticker: EIB) folgte. Zuvor erfolgte die Beurteilung der Kreditwürdigkeit der beiden Supranationals lediglich auf unaufgeforderte (engl.: unsolicited) Basis. Alle drei genannten Emittenten erhielten ein Rating von „AAA“ bei zugleich stabilem Ausblick.

Kanadische Pensionsfonds erstmals als eigene Emittenten beleuchtet

Die Gewährleistung der Altersvorsorge ist und bleibt eine zentrale Herausforderung für Staaten und subnationale Gebietskörperschaften. Vor dem Hintergrund des demographischen Wandels in Kombination mit einer steigenden Lebenserwartung nehmen die Versorgungsausgaben eine zunehmende Rolle in den Budgets von Sovereigns und Sub-Sovereigns ein. Daher stellt sich nicht nur den verantwortlichen Volksvertretern die Frage, wie eine Sicherstellung der Altersvorsorge gewährleistet werden kann, ohne dass Jahr für Jahr mehr und mehr Steuermittel dafür bereitgestellt werden müssen. Eine denkbare Möglichkeit, wie sie auch derzeit in Deutschland diskutiert wird, ist die Einführung einer kapitalgedeckten Altersvorsorge. Vor diesem Hintergrund hielten wir es für sinnvoll, einen Blick auf andere Staaten zu werfen, in denen dieses Vorgehen bereits eine gängige Praxis darstellt. So wird etwa in Kanada der Löwenanteil der Altersvorsorge von einer Reihe an Pensionsfonds übernommen, welche neben den Beitragszahlungen ihrer Mitglieder auch über den Kapitalmarkt aufgenommene Mittel investieren und damit die Altersvorsorge finanzieren. Im Rahmen unserer [Wochenpublikation vom 29. Oktober 2025](#) haben wir uns daher einer Auswahl an entsprechenden Emittenten gewidmet, welche regelmäßig frisches Kapital am EUR-Primärmarkt einsammeln. Im Mittelpunkt unserer Analyse steht dabei neben der Be trachtung der ausstehenden Volumina ebenso konstitutionelle Aspekte und regulatorische Rahmenbedingungen. Die von uns betrachteten Pensionsfonds CPPIB Capital (Ticker: CPPIBC), CDP Financial (Ticker: CADEPO), ONTFT (Ticker: ONTTFT), PSP Capital (Ticker: PSPCAP) sowie OMERS (Ticker: OMERFT) zählen zu den größten institutionellen Investoren aus der kanadischen Jurisdiktion. Das ausstehende Anleihevolumen dieser Emittenten belief sich zum Stichtag der Publikation auf umgerechnet rund EUR 123 Mrd. verteilt auf 134 ISINs. Die europäische Gemeinschaftswährung kam auf einen Anteil am Fundingmix von knapp 22% (EUR 27,6 Mrd.). Die Anzahl an verfügbaren EUR-Titeln lag derweil bei 28, wobei 25 Wertpapiere das Kriterium einer Benchmarkanleihe erfüllten. Alle EUR-Bonds waren zudem ausschließlich mit einem fixen Kupon ausgestattet. Besonders wichtig für Investoren: Alle Pensionsfonds räumen ihren Gläubigern einen „Preferred Creditor Status“ ein. Dadurch wird sichergestellt, dass Verbindlichkeiten vor den Zahlungsansprüchen der Beitragszahler bedient werden. Unsere Einschätzung der regulatorischen Behandlung entnehmen Sie bitte der nachstehenden Tabelle. Für eine detaillierte Herleitung verweisen wir auf die eingangs erwähnte Publikation.

Regulatorische Zusammenfassung für kanadische Pensionsfonds

Risikogewichtung 20% (Art. 116 sowie Art. 122 [CRR](#))

LCR-Klassifizierung Level 2A

Solvency II-Klassifizierung Nicht-präferiert

EZB-Notenbankfähigkeit Keine eindeutige Einordnung

Quelle: NORD/LB Floor Research

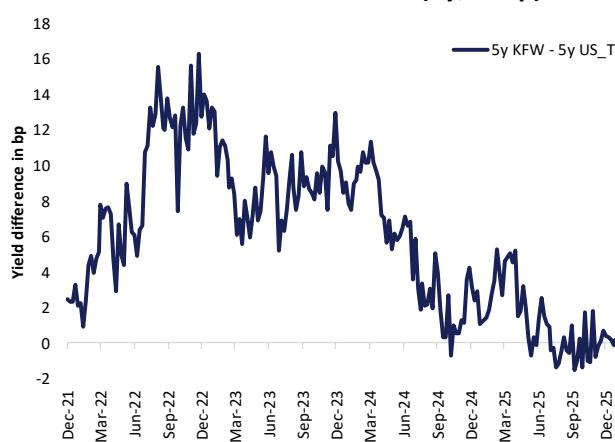
Ein kurzer Blick auf das Segment für deutsche Kommunalanleihen

Aus dem Segment deutscher Kommunalanleihen gab es 2025 zwar insgesamt wenig Neues zu berichten, allerdings sorgte die Stadt München (Ticker: MUENCH) kurz vor Beginn des Oktoberfests mit ihrer ersten Emission im Benchmarkformat durchaus für Aufsehen und reichlich Liquidität. Eingesammelt wurden EUR 500 Mio. zu ms +54bp (Guidance: ms +58bp area, Orderbuch: EUR 7,9 Mrd.). Zudem war die Stadt Dortmund (Ticker: DRTMND) im März mit einer Subbenchmark am SSA-Primärmarkt aktiv und platzierte EUR 150 Mio. (7y) zu ms +65bp. Das Orderbuch füllte sich dabei auf EUR 390 Mio., sodass eine Einengung gegenüber der Guidance um fünf Basispunkte gelang.

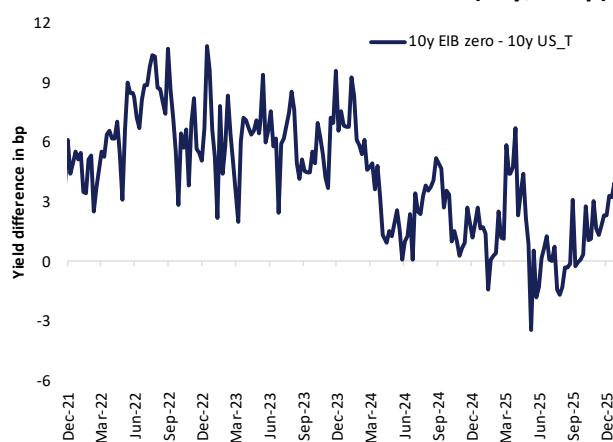
Anomalien am Markt für öffentliche Emittenten in USD

Auch wenn wir uns in der Regel mit EUR-Benchmarks im Rahmen dieser Publikation auseinandersetzen, blicken wir dennoch regelmäßig über den Tellerrand hinaus. So ist uns im vergangenen Jahr u.a. bei der KfW und der EIB ein interessantes Detail ins Auge gesprungen ist: Der Renditeabstand zwischen z.B. fünfjährigen US-Treasuries versus KfW identischer Laufzeit war zwischenzeitlich negativ. Im zehnjährigen Laufzeitsegment galt dies zeitweise auch für Anleihen der EIB.

Delta: Renditeabstand US-T vs. KFW (5y; in bp)



Delta: Renditeabstand US-T vs. EIB zero (10y; in bp)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

USA stellen Beteiligungen an MDBs auf den Prüfstand

Die Vereinigten Staaten von Amerika haben ihre Beteiligungen an internationalen Organisationen auf den Prüfstand gestellt. So veranlasste Präsident Donald Trump Anfang Februar 2025 eine Evaluierung aller zwischenstaatlichen Institutionen, bei denen die USA Mitglied sind und die sie finanziell unterstützen. Ziel dieser Überprüfung war es, festzustellen, welche Organisationen den Interessen der USA zuwiderlaufen und ob die zugrundeliegenden Verträge reformiert werden können. Auf dem Prüfstand standen daher auch einige MDBs in unserer Supranationals-Coverage, bei welchen die Vereinigten Staaten mitunter den größten Anteilseigner darstellen, darunter die IBRD (Anteil USA: 16,3%), IDA (9,7%), IDB (30,0%), ADB (15,6%) sowie AfDB (6,4%). Bis auf bei letzterer Institution sind die USA jeweils der größte Shareholder. Letztlich hat sich vor diesem Hintergrund im weiteren Jahresverlauf nicht viel geändert und die USA sind (noch) nicht aus einer der genannten MDBs ausgestiegen oder haben eine drastische Reduzierung ihrer finanziellen Unterstützung angekündigt. Auch wenn ein Rückzug eines Sovereigns aus einer MDB möglich ist, handelt es sich um einen langwierigen und kostspieligen Prozess, wie das Beispiel UK im Falle des EIB-Austritts im Zuge des Brexits verdeutlicht. Zudem halten wir einen Austritt der USA aus oben genannten MDBs für unrealistisch, da die Vereinigten Staaten kein Interesse daran haben dürften, auf diese Möglichkeit der geopolitischen Einflussnahme zu verzichten.

KommuneKredit zieht sich vom Primärmarkt zurück

Die KommuneKredit (Ticker: KOMMUN) ist seit Ende März 2025 offiziell nicht mehr mit eigenen Emissionen am Kapitalmarkt aktiv. Stattdessen hat der dänische Staat die Refinanzierung der Agency vollständig übernommen. Das neue Modell soll zu einer weiteren Senkung der Finanzierungskosten für Kommunen, Regionen und verbundene Unternehmen führen. Die Vereinbarung führte indes zu keiner Änderung an den Bedingungen oder den Sicherheiten seitens des dänischen Staates für bereits emittierte Anleihen.

Ausblick

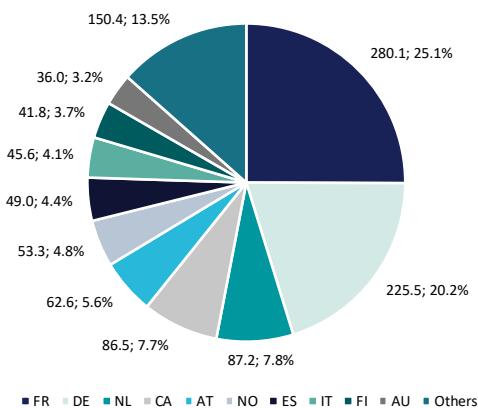
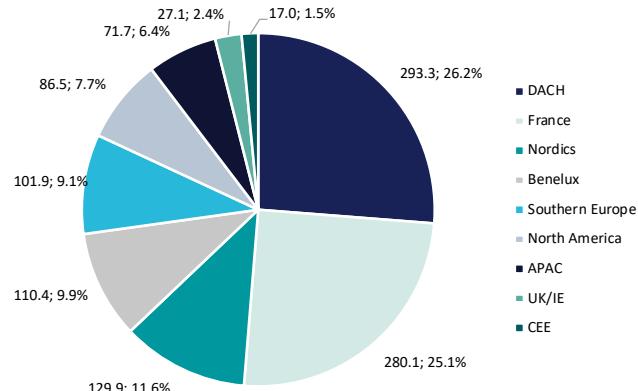
Wie im Rahmen einer unserer letzten Wochenpublikation 2025 mit unserem [SSA-Outlook 2026](#) dargelegt, erwarten wir, dass das SSA-Segment im Jahr 2026 weiterhin im Zeichen aktueller geopolitischer Krisen, ökonomischer und haushaltspolitischer Herausforderungen stehen wird. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Spreadbewegung über das Jahr hinweg tendenziell eher seitwärts verlaufen dürfte. Gespannt sind wir zudem auf die Saisonmuster, etwa wie stark der Januar sein wird und ob die Nachfrage seitens der Investoren nach frischem Material weiterhin auf einem sehr hohen Niveau bleiben wird, nachdem sich die Risikoprämien im Vergleich zum Vorjahr deutlich reduziert haben. Allerdings bestehen weiterhin Risiken für ein erneutes Spreadwidening, sollte die Belastung der europäischen öffentlichen Haushalte infolge der steigenden Neuverschuldung nicht mit einer langfristigen Ankurbelung des Wirtschafts-, Produktivitäts- oder Einnahmenwachstums einhergehen. Auf der Nachfrageseite dürften die Bedenken hinsichtlich der Nachhaltigkeit dieser expansiven fiskalischen Maßnahme ansonsten Überhand gewinnen und damit auf Seiten der Investoren zu einer Neubewertung der Risiken und damit der Spreads führen. Ein deutlich volatileres Marktumfeld für unsere SSA-Emittenten ist damit u.E. nicht ausgeschlossen.

Fazit

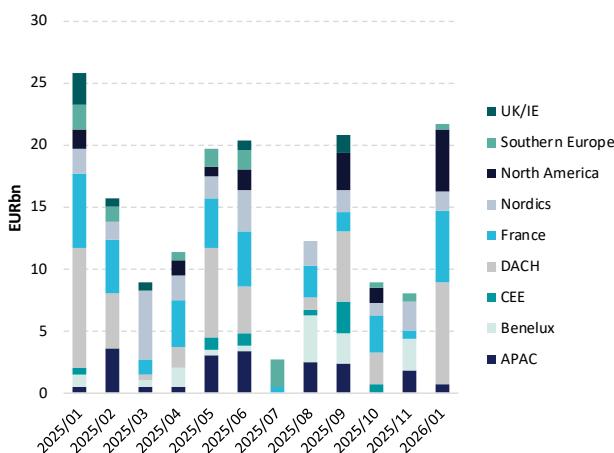
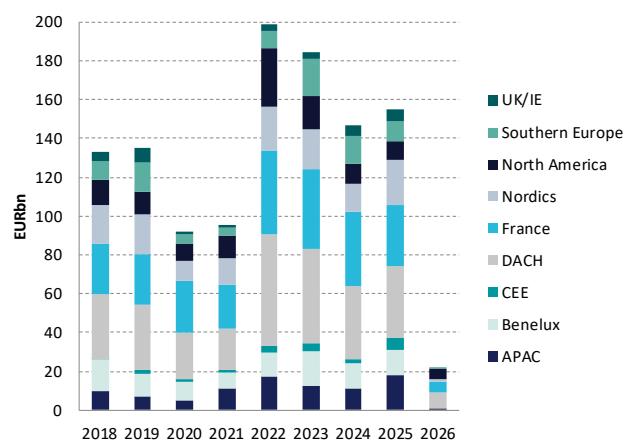
Das vergangene Jahr 2025 war in vielerlei Hinsicht außergewöhnlich und die vielen Geschehnisse lassen sich nur schwer in einen „kurzen“ Jahresüberblick pressen. Zudem gerät Vieles zu schnell in Vergessenheit, was sich rechts und links noch abseits von Kriegen sowie politischen Krisen und fiskalischen Belastungen abspielt. Nachdem das Emissionsvolumen in unserer SSA-Coverage bereits 2024 deutlich angestiegen war, hat es im vergangenen Jahr erneut einen kräftigen Wachstumsschub erfahren und erhöhte sich um +10,6% auf EUR 316,7 Mrd. Damit belegt das Jahr 2025 mit Blick auf das historische Emissionsvolumen Rang #2 im Langfristvergleich – lediglich 2021 lag es mit EUR 329,3 Mrd. höher. Hinsichtlich der Anzahl der EUR-Benchmarkemissionen belegte das Jahr mit insgesamt 214 Emissionen sogar Platz #1 im historischen Vergleich. Aus unserem Blickwinkel haben sich die wesentlichen Trends kaum verändert. Hinsichtlich der Laufzeitpräferenzen lag der Fokus weiterhin bevorzugt auf kürzeren bzw. mittleren anstatt ultralang laufenden Anleihen. Festkuponanleihen bestimmten auch im Jahr 2025 weiterhin das Emissionsgeschehen. Der Anteil an FRN blieb weiterhin auf einem zu vernachlässigenden Niveau. Auch wenn die Entwicklungen am Markt von politischen Unsicherheiten, einer konjunkturellen Schwäche einzelner europäischer Staaten und Sorgen um deren haushaltspolitische Lage beeinflusst waren, blieb das Sentiment am Primärmarkt über nahezu das gesamte Jahr hinweg positiv und konstruktiv, was zu einem kontinuierlichen Abschmelzen der Spreads führte. Wir wünschen unserer Leserschaft ein erfolgreiches und vor allem gesundes Jahr 2026!

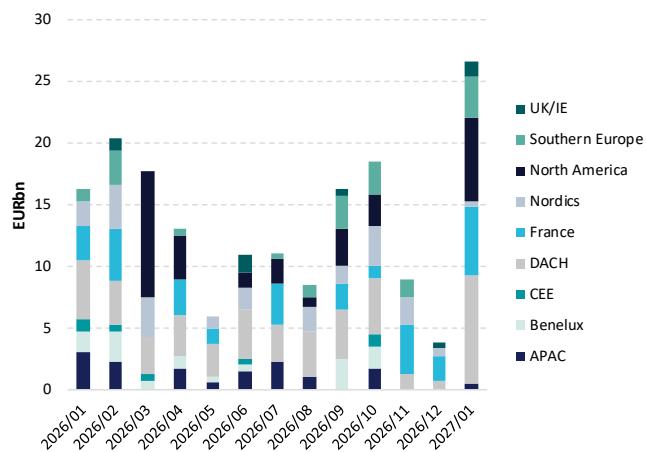
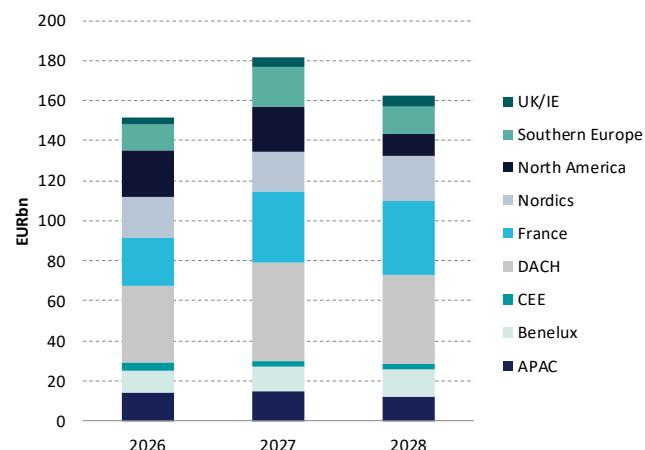
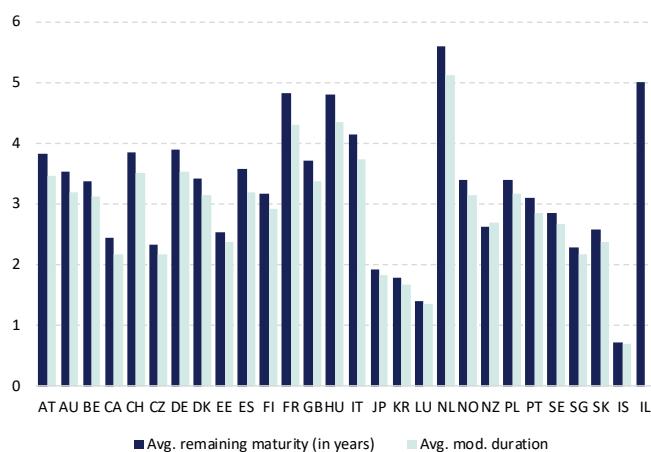
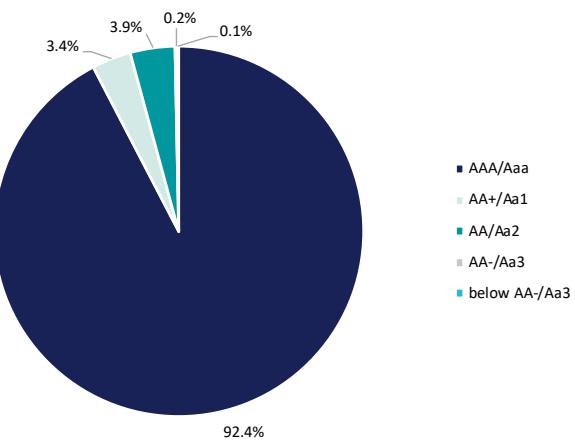
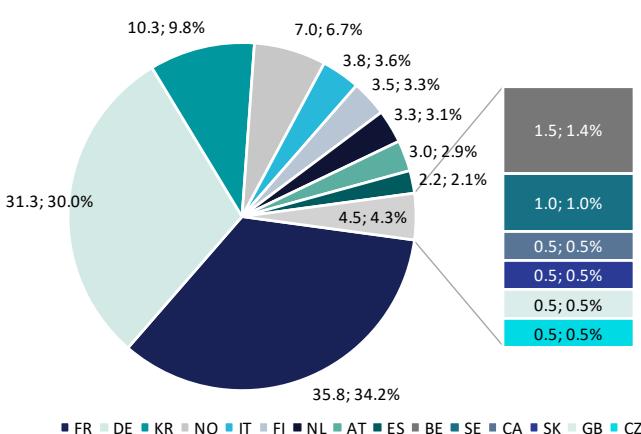
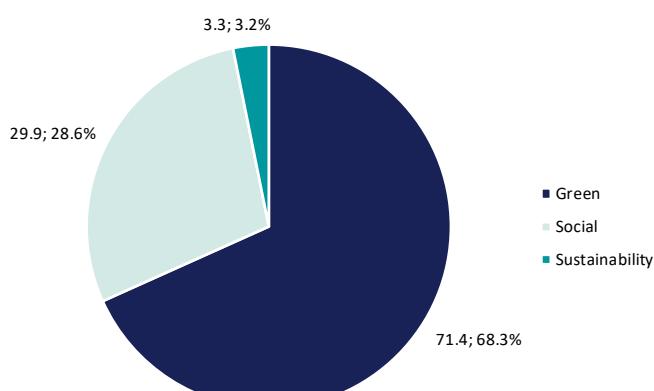
Charts & Figures

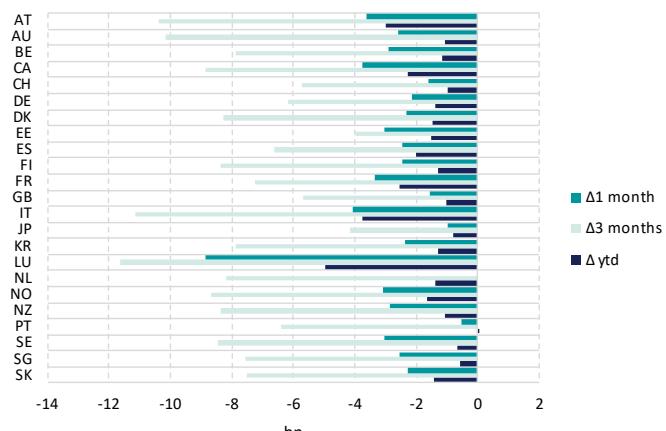
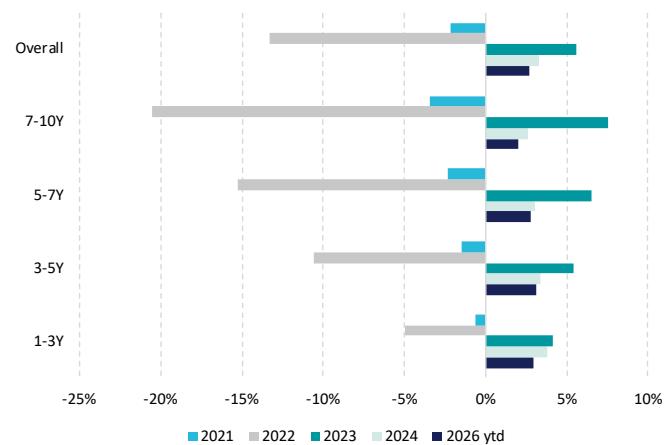
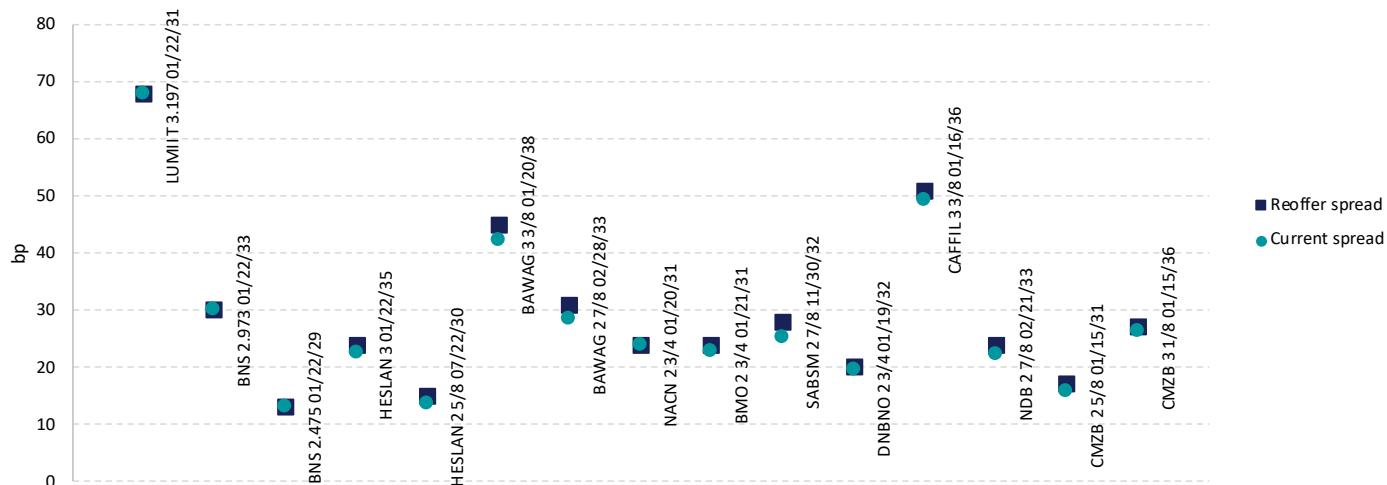
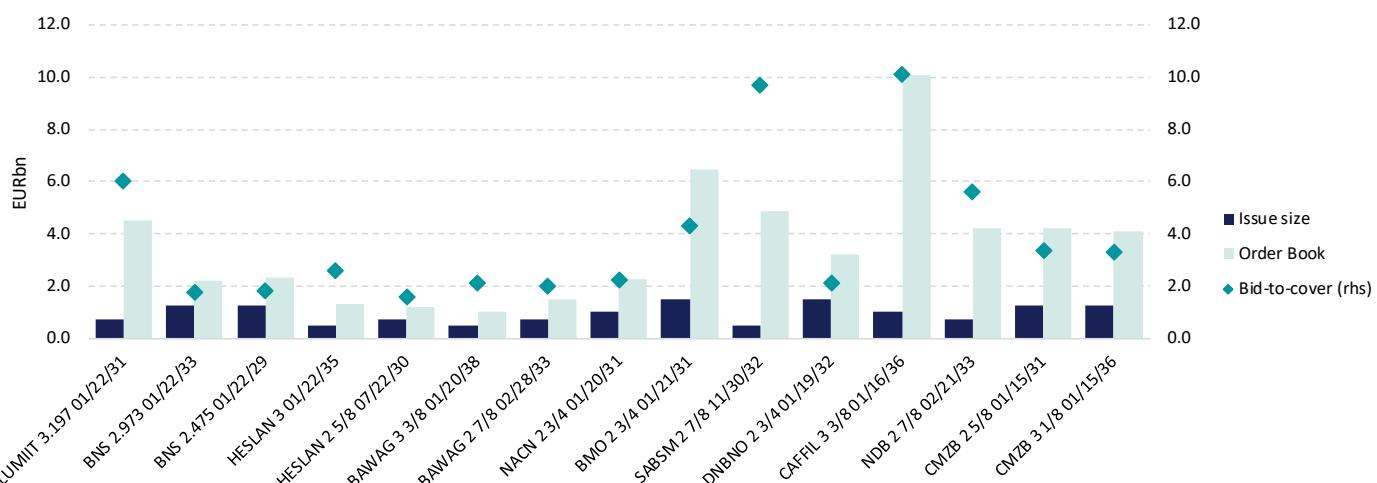
Covered Bonds

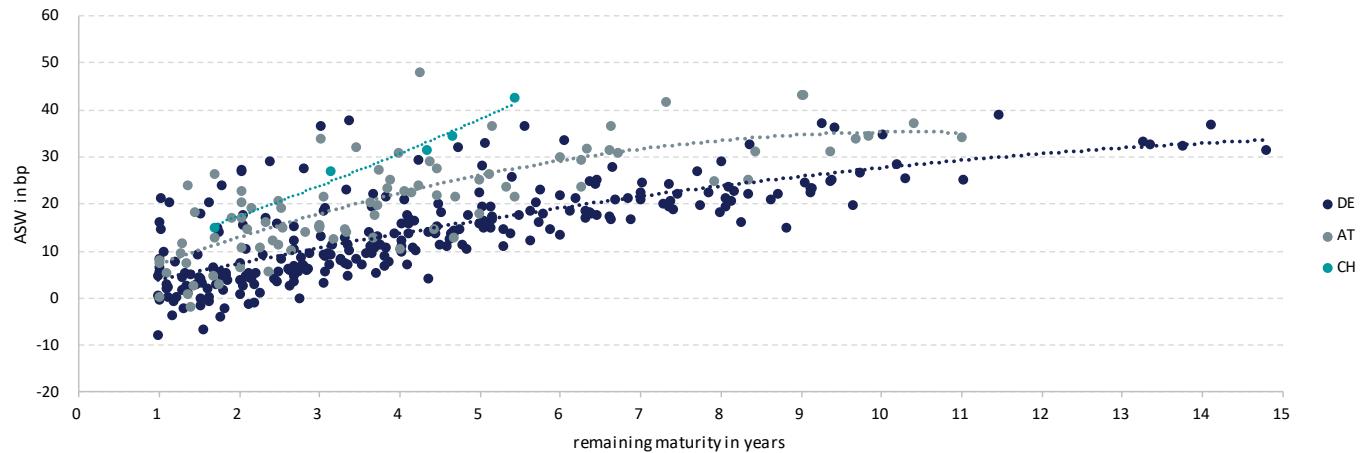
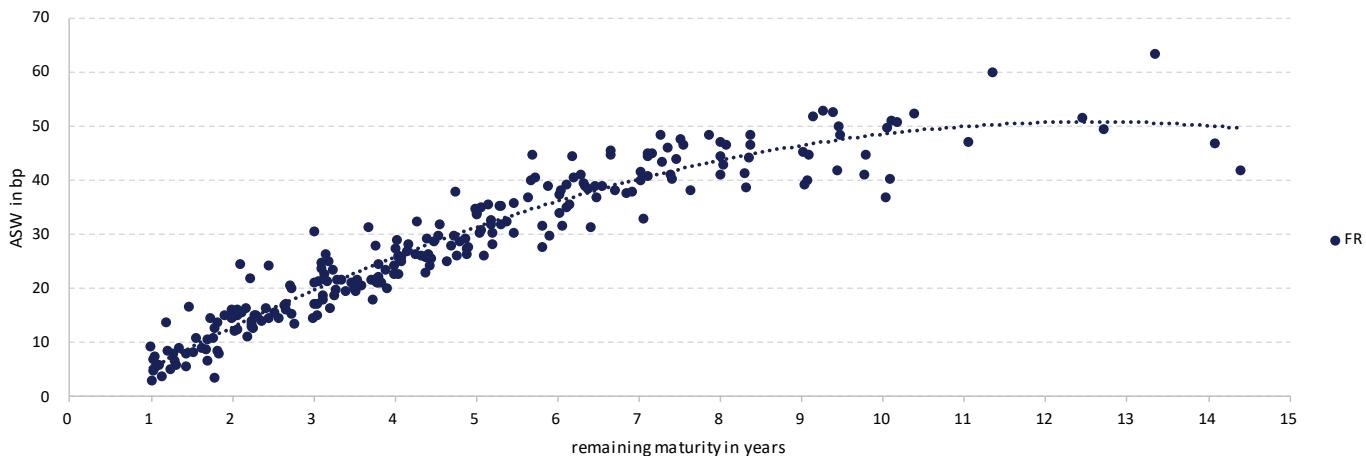
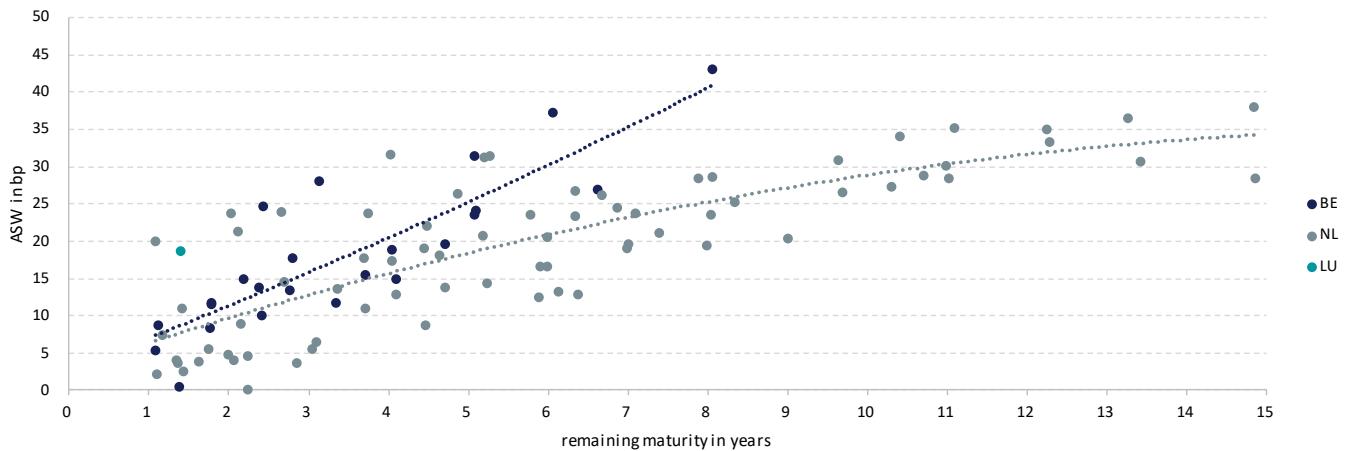
EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)**EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)****Top 10-Jurisdiktionen**

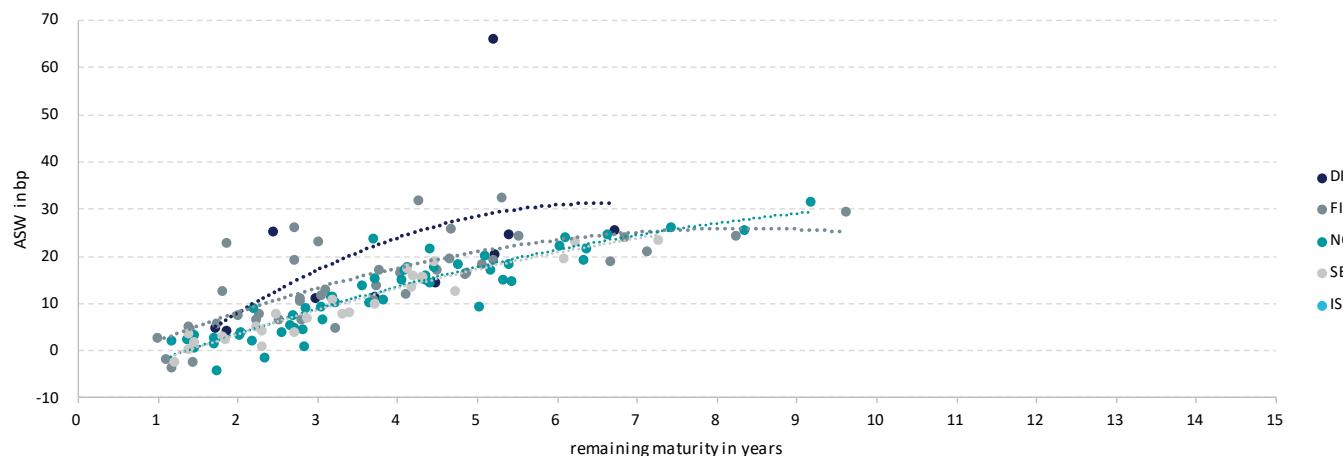
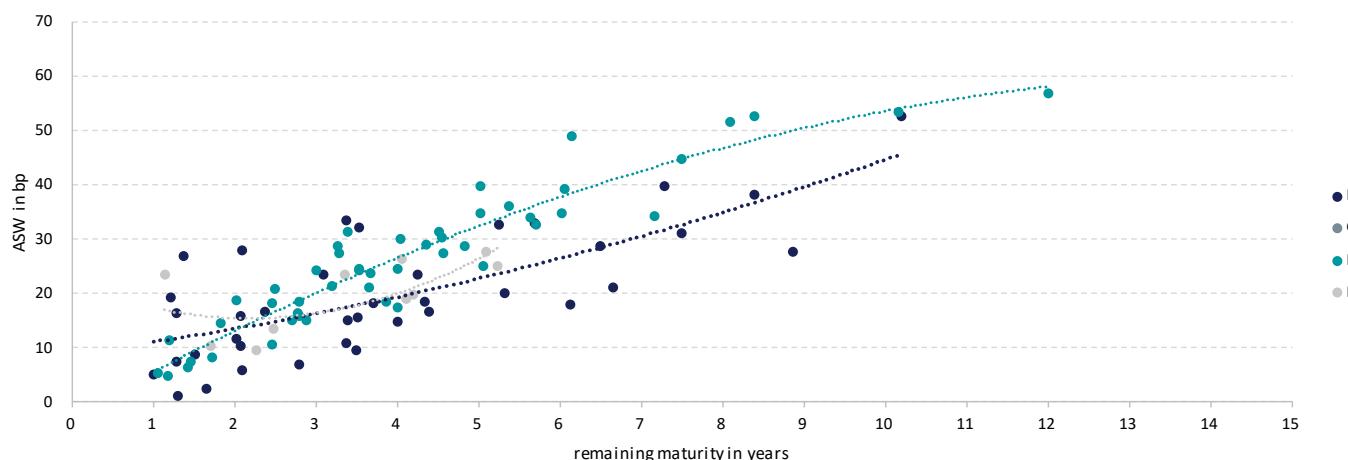
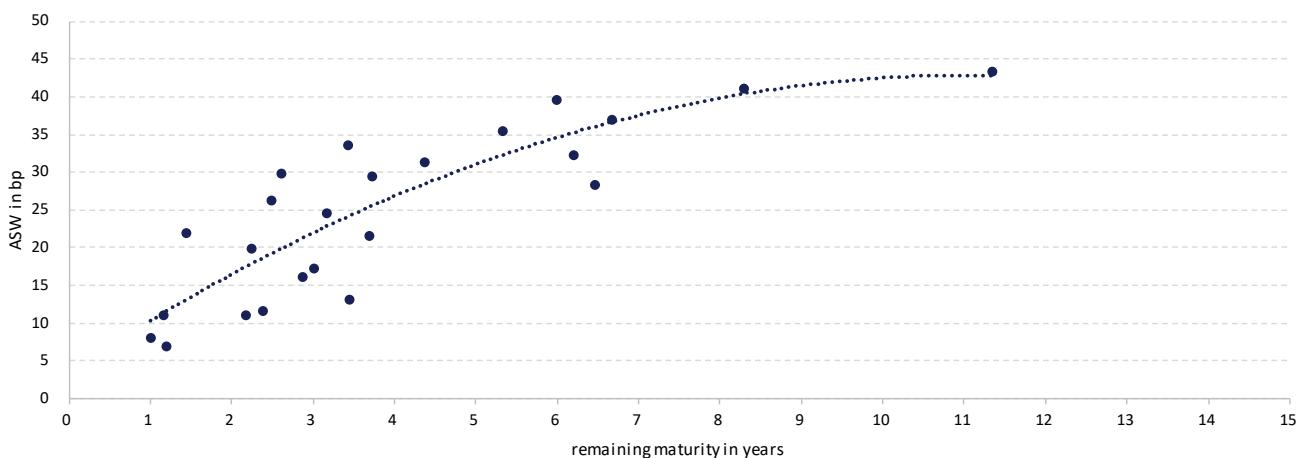
Rank	Country	Amount outst. (EURbn)	No. of BMKs	There of ESG BMKs	Avg. issue size (EURbn)	Avg. initial maturity (in years)	Avg. mod. Duration (in years)	Avg. coupon (in %)
1	FR	280.1	273	37	0.97	9.0	4.3	1.75
2	DE	225.5	315	49	0.67	7.7	3.5	1.79
3	NL	87.2	85	4	0.96	10.3	5.1	1.58
4	CA	86.5	64	1	1.33	5.5	2.2	1.77
5	AT	62.6	104	5	0.59	8.0	3.5	1.71
6	NO	53.3	62	10	0.86	7.1	3.2	1.45
7	ES	49.0	44	4	1.01	10.2	3.2	2.28
8	IT	45.6	59	6	0.74	8.1	3.7	2.23
9	FI	41.8	50	4	0.82	6.6	2.9	1.94
10	AU	36.0	35	0	1.03	7.2	3.2	1.96

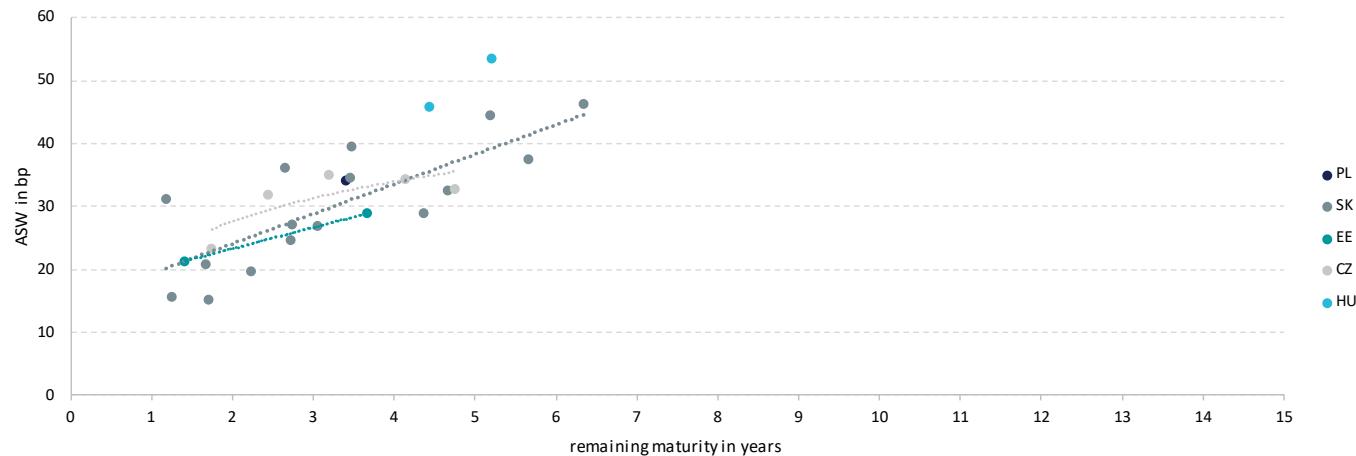
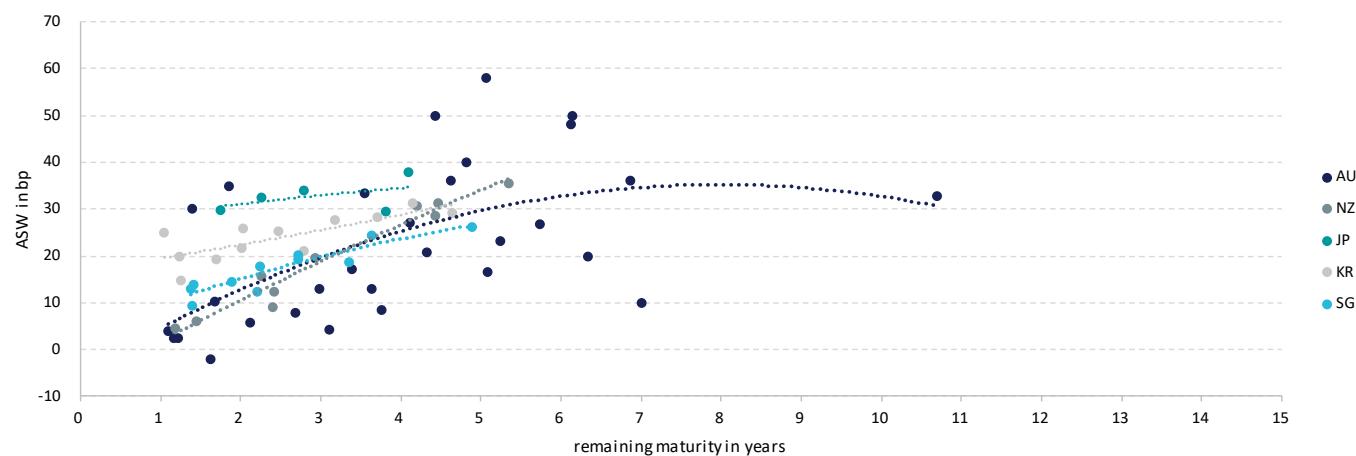
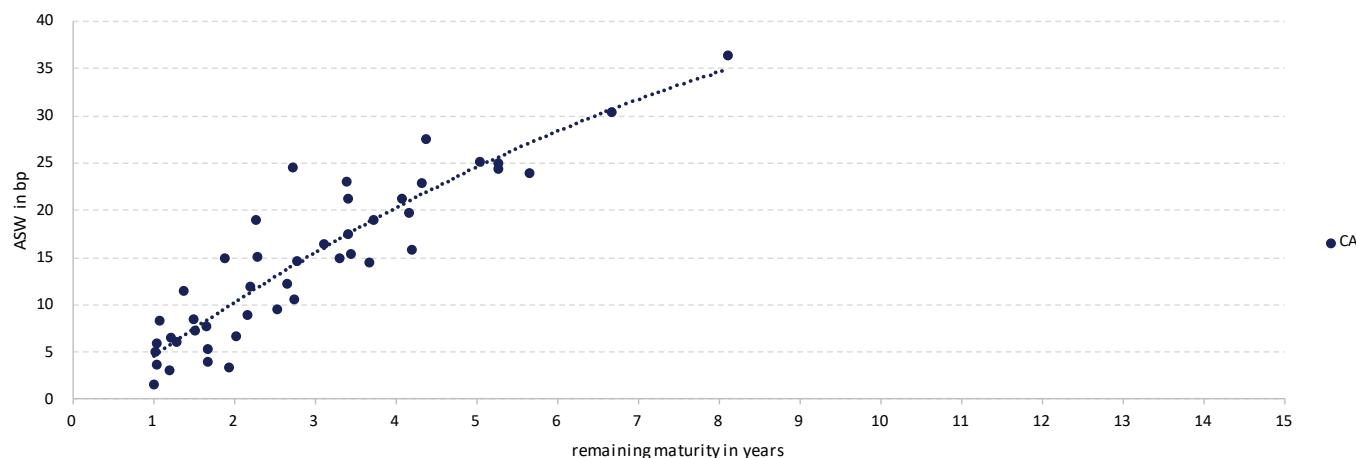
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat**EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr**

EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr****Modified Duration und Restlauzeit 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)****Spredentwicklung der letzten 15 Emissionen****Orderbücher der letzten 15 Emissionen**

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

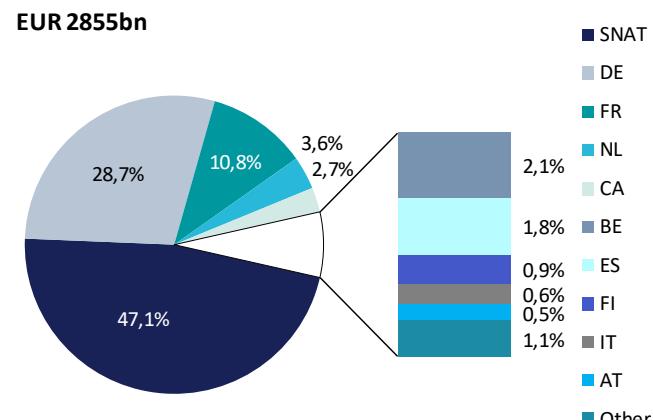
Nordics **Southern Europe** **UK/IE** 

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

Charts & Figures

SSA/Public Issuers

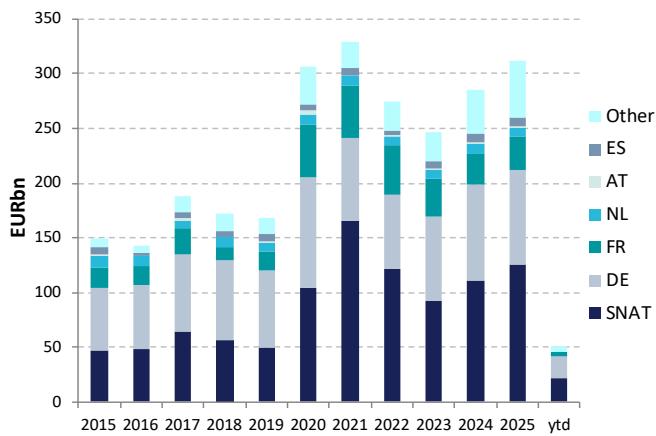
Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen



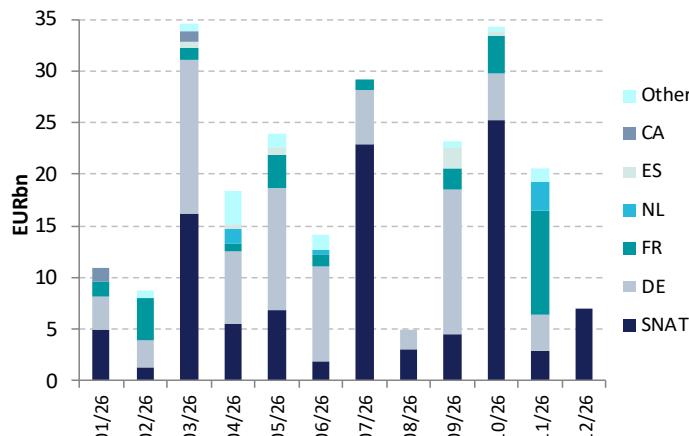
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	Ø Vol. (EURbn)	Vol. weight. Ø Mod. Dur.
SNAT	1.345,0	270	5,0	7,5
DE	820,7	620	1,3	5,7
FR	308,6	205	1,5	5,2
NL	102,4	91	1,1	6,0
CA	76,4	68	1,1	6,1
BE	59,0	54	1,1	9,4
ES	51,4	75	0,7	4,6
FI	26,2	27	1,0	3,8
IT	18,3	24	0,8	4,0
AT	14,5	21	0,7	5,1

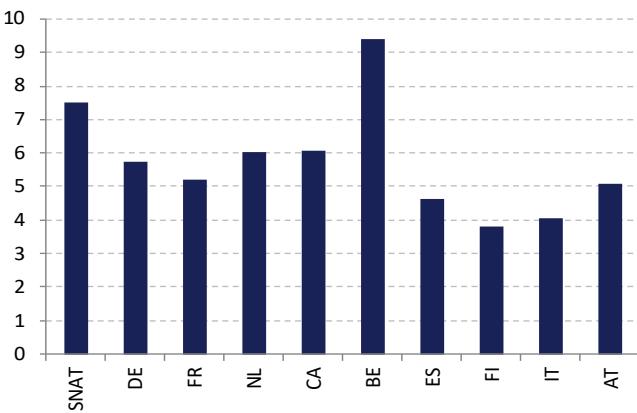
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



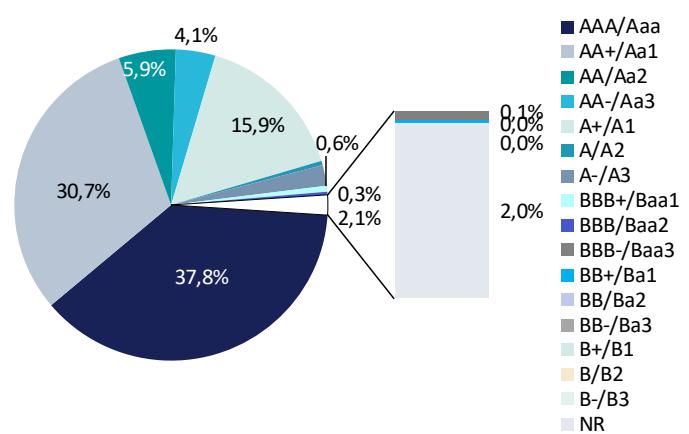
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



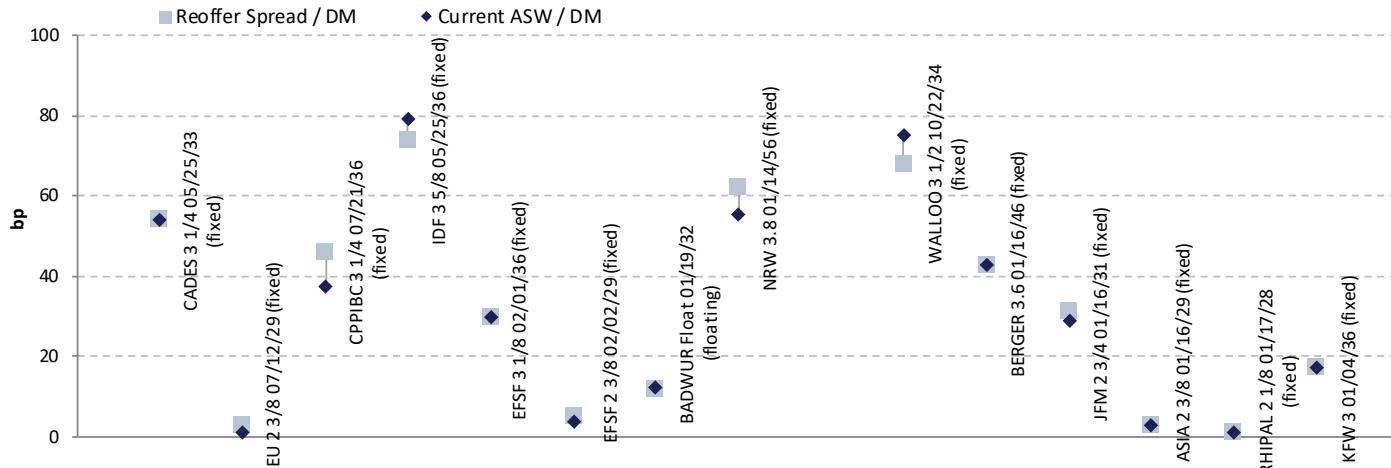
Vol. gew. Modified Duration nach Land



Ratingverteilung (volumengewichtet)



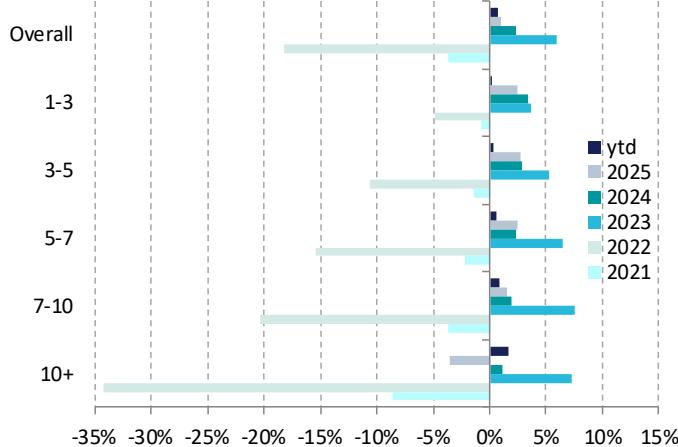
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



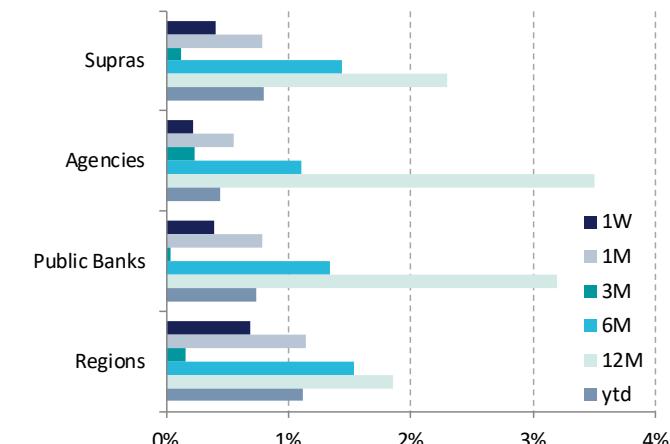
Spreadentwicklung nach Land



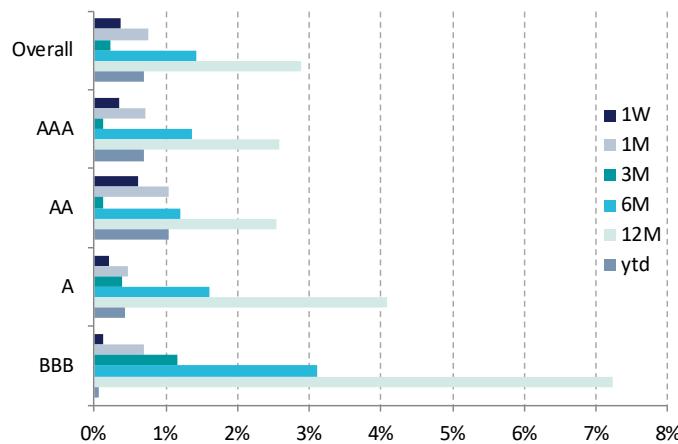
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich

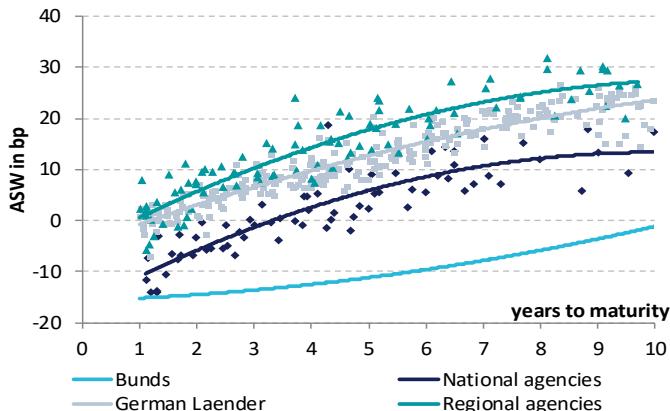
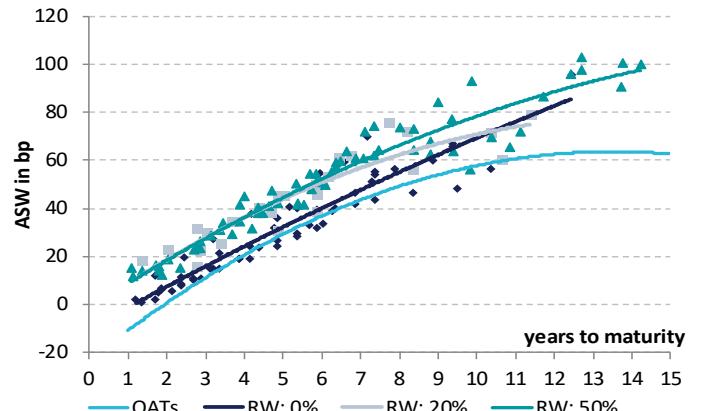
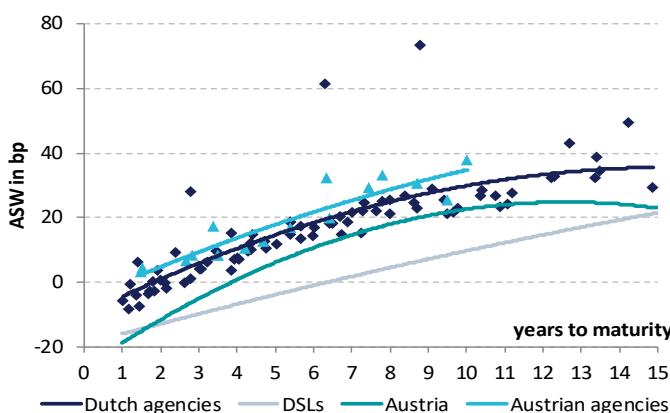
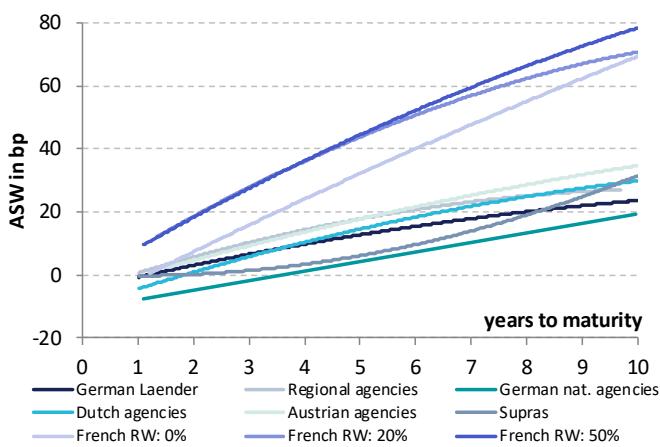
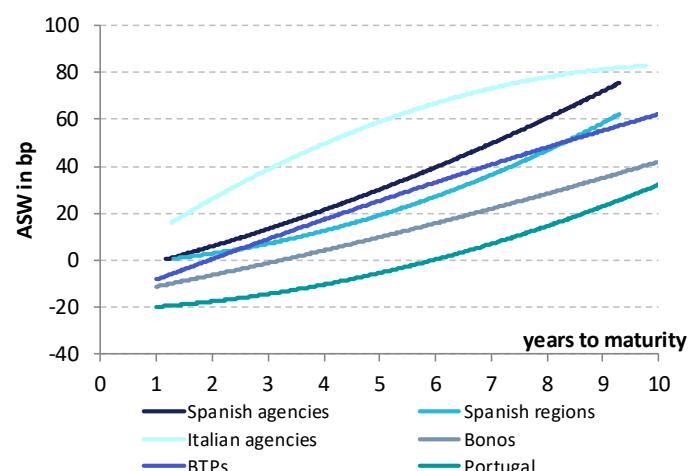


SSA-Performance nach Regionen (Total Return)



SSA-Performance nach Rating (Total Return)



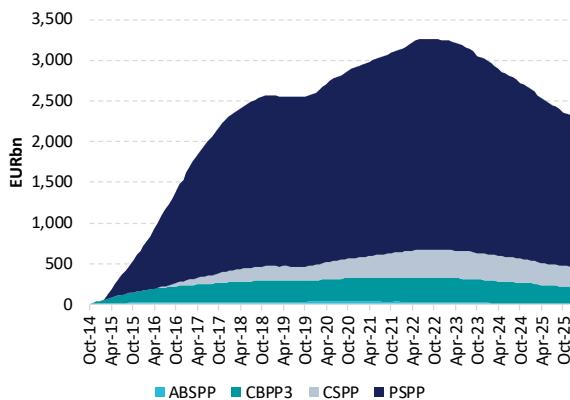
Germany (nach Segmenten)**France (nach Risikogewichten)****Netherlands & Austria****Core****Periphery**

Charts & Figures

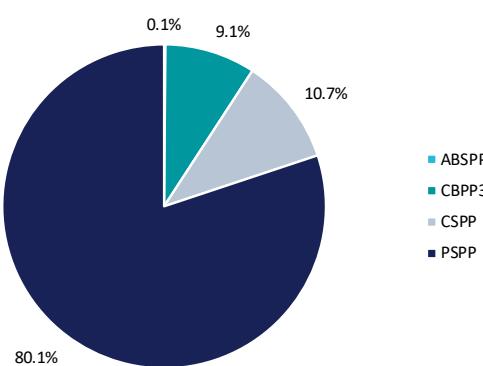
EZB-Tracker

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

APP: Portfolioentwicklung



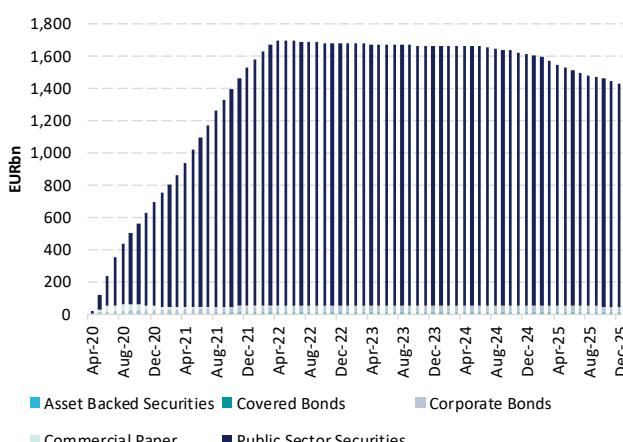
APP: Portfoliostruktur



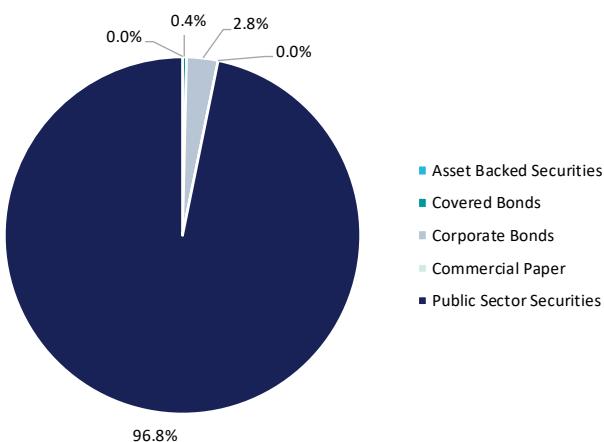
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



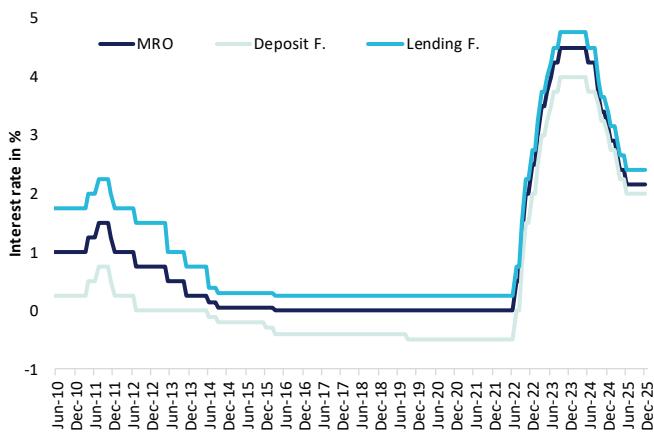
PEPP: Portfoliostruktur



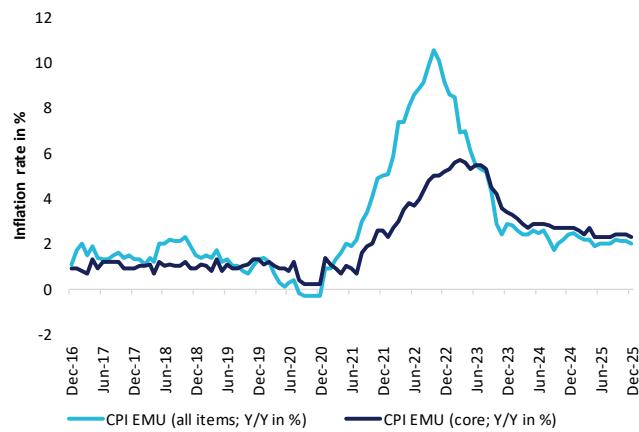
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



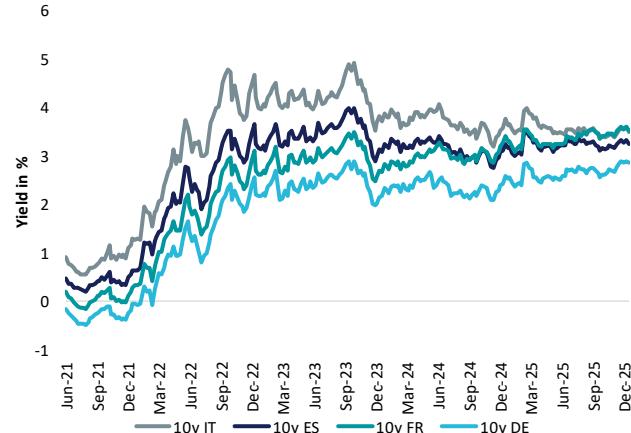
Inflationsentwicklung im Euroraum



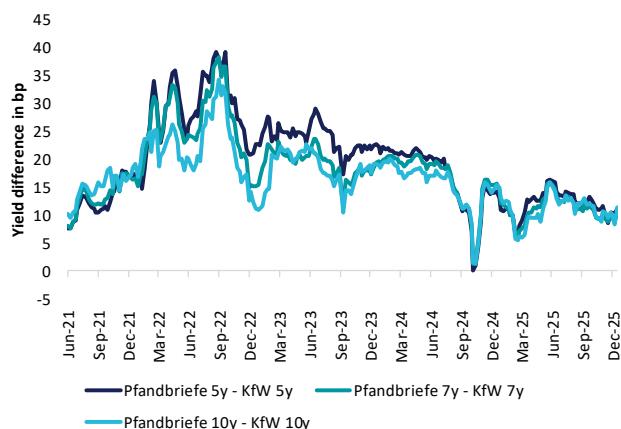
Bund-Swap-Spread



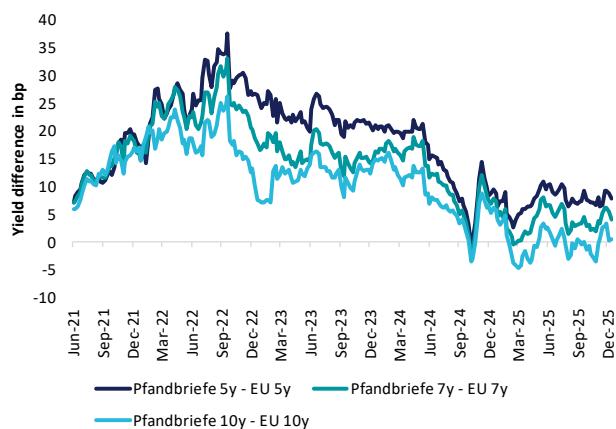
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<u>43/2025 ♦ 17. Dezember</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cross Asset: Niederländische Pensionsfonds im Fokus
<u>42/2025 ♦ 10. Dezember</u>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Spreadrelationen im Fokus: Covereds vs. Seniors ▪ Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien
<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

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](#)

[No! Du fröhliche... Zinspause! EZB lässt Leitzinsen unverändert](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research

**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

Head of Desk

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de**Lukas-Finn Frese**

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

lukas-finn.frese@nordlb.de**Lukas Kühne**

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

lukas.kuehne@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 diese Information noch eine Kopie hieron 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 Marktgerissen 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 Warenerbringungsgeschäfte 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: 14. Januar 2026 (08:51 Uhr)