



## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

# Inhalt

<b>Marktüberblick</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>3</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>8</b>
<b>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index)</b>	<b>12</b>
<b>Kreditemächtigungen der deutschen Länder 2026</b>	<b>15</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>18</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>24</b>
<b>EZB-Tracker</b>	<b>27</b>
<b>Cross Asset</b>	<b>28</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>29</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>30</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>31</b>

## Flooranalysten:

**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

Head of Desk

[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)

**Lukas Kühne**

Covered Bonds/Banks

[lukas.kuehne@nordlb.de](mailto:lukas.kuehne@nordlb.de)

**Lukas-Finn Frese**

SSA/Public Issuers

[lukas-finn.frese@nordlb.de](mailto:lukas-finn.frese@nordlb.de)

**Tobias Cordes, CIIA**

SSA/Public Issuers

[tobias.cordes@nordlb.de](mailto:tobias.cordes@nordlb.de)

**NORD/LB:**

[Floor Research](#)

**NORD/LB:**

[Covered Bond Research](#)

**NORD/LB:**

[SSA/Public Issuers Research](#)

**Bloomberg:**

Weekly: [DS NDB <GO>](#)

## Covered Bonds Marktüberblick

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

### **Primärmarkt: Erste Sättigungstendenzen erkennbar**

Nach einem sehr aktiven Monat Januar ließ die Emissionsdynamik auch in den letzten zwei Wochen kaum nach. So zeigten sich in den vergangenen zehn Handelstagen insgesamt 17 Emittenten aus 13 Jurisdiktionen am Markt aktiv und konnten Bonds im Volumen von EUR 14,3 Mrd. platzieren. Bei einem ungebrochen hohen Neuangebot zeigten sich langsam erste Sättigungstendenzen auf der Investorensseite. Entsprechend sank die durchschnittliche Bid-to-cover-Ratio der 17 hier betrachteten Deals auf 2,5x, nachdem diese für den Monat Januar noch bei 4,2x notierte. Die Investoren zeigten sich zunehmend spreadsensitiver, was bei einigen Deals zu deutlichen Rückgängen der Orders nach der Spreadfestlegung führte. Nichtsdestoweniger gelang es den meisten Emittenten, ihre Neuemissionen nahe ihres jeweiligen Fair Values zu preisen, sodass die Neuemissionsprämien zwischen -1bp und +2bp lagen. Entsprechend würden wir eher von einer Normalisierung der Nachfrage sprechen und aktuell nicht von einer deutlich gesunkenen Attraktivität von Covered Bonds. Aufgrund der hohen Anzahl an Deals in den vergangenen zehn Handelstagen heben wir nur ausgewählte Transaktionen hervor und verweisen für einen detaillierten Überblick auf die Übersichtstabelle auf der folgenden Seite. In den vergangenen Wochen fallen insbesondere die vier Dual Tranchen aus Dänemark, Großbritannien, der Schweiz und Spanien ins Auge. Dabei entschieden sich die Emittenten jeweils für eine kürzere und eine längere Laufzeit in einer Bandbreite zwischen 3,3y und 10,0y. Die Schweizer UBS zeigte sich mit zwei Deals in den Laufzeiten 3,5y und 7,0y am Markt aktiv. In Ermangelung eines Covered Bond-Gesetzes emittiert die UBS gedeckte Anleihen auf vertraglicher Basis. Gleiches gilt für die japanische Sumitomo Mitsui Banking Corp (Sumitomo Mitsui; vgl. [Issuer View](#)), die am 04. Februar ihre erste EUR-Benchmark in diesem Jahr bei den Investoren platzieren konnte. Im Kontrast zur UBS besteht der Deckungsstock der Sumitomo Mitsui ausschließlich aus Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS). Im Laufe der Vermarktungsphase konnte die Bank den Spread um acht Basispunkte auf ms +34bp reduzieren. Weitere Dual Tranchen platzierten die Banco Santander (ES) und ihre Tochtergesellschaft aus Großbritannien, die Santander UK. Die durchaus beachtliche Nachfrage nach den Deals der beiden Emittenten führen wir u.a. auf das in diesem Jahr bisher begrenzte Neuangebot aus den beiden Covered Bond-Jurisdiktionen zurück. So platzierte die Santander UK die ersten EUR-Benchmarks aus Großbritannien in diesem Jahr, während es sich bei der Dual Tranche der Banco Santander um den zweiten bzw. dritten Deal aus Spanien in diesem Jahr handelte. Vor dem Hintergrund der hohen Einlagenbasis und der guten Refinanzierungsbedingungen abseits des Covered Bonds rechnen wir aus Spanien im Jahr 2026 lediglich mit weiteren Emissionen im Volumen von EUR 2,0 Mrd. Mit der UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia (Ticker: UNICZ) konnten wir auch den ersten Deal eines tschechischen Emittenten am gestrigen Dienstag (17. Februar) am Markt begrüßen (vgl. [Issuer View](#)). Dieser stieß auf ein hohes Investoreninteresse, sodass der Spread im Vergleich zur Guidance (ms +42bp area) um sieben Basispunkte reduziert werden konnte. Final wurden EUR 750 Mio. bei einem Reoffer-Spread von ms +35bp platziert.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
ASB Bank	NZ	17.02.	XS3302885408	5.5y	0.50bn	ms +31bp	AAA / Aaa / -	-
UNICZ	CZ	17.02.	XS3300299354	5.0y	0.75bn	ms +35bp	- / Aa1 / -	-
Banco Santander	ES	16.02.	ES04139000E9	10.0y	1.00bn	ms +36bp	- / Aaa / -	-
Banco Santander	ES	16.02.	ES04139000D1	5.0y	1.50bn	ms +22bp	- / Aaa / -	-
UBS Switzerland	CH	11.02.	CH1522231310	7.0y	0.75bn	ms +38bp	AAA / - / -	-
UBS Switzerland	CH	11.02.	CH1522231302	3.5y	0.75bn	ms +21bp	AAA / - / -	-
Macquarie Bank	AU	11.02.	XS3298795348	5.0y	0.65bn	ms +27bp	AAA / Aaa / -	-
UniCredit Bank Austria	AT	11.02.	AT000B049994	5.0y	0.75bn	ms +22bp	- / Aaa / -	-
Santander UK	GB	10.02.	XS3295866779	3.3y	1.25bn	ms +16bp	AAA / Aaa / AAA	-
Santander UK	GB	10.02.	XS3295866183	7.0y	1.00bn	ms +30bp	AAA / Aaa / AAA	-
CA Home Loan	FR	09.02.	FR0014016606	5.4y	1.25bn	ms +23bp	AAA / Aaa / AAA	-
ING-DiBa	DE	09.02.	DE000A2YNWF0	10.0y	0.75bn	ms +29bp	- / Aaa / -	-
Aktia Bank	FI	09.02.	XS3291934209	7.0y	0.50bn	ms +25bp	- / Aaa / -	-
Danske Bank	DK	06.02.	XS3296428017	8.0y	0.75bn	ms +25bp	- / - / AAA	-
Danske Bank	DK	06.02.	XS3295888237	4.0y	0.75bn	ms +14bp	- / - / AAA	-
Sumitomo Mitsui	JP	04.02.	XS3272215743	5.0y	0.85bn	ms +34bp	- / Aaa / -	-
OTP Jelzalogbank	HU	04.02.	XS3282211286	6.3y	0.50bn	ms +53bp	- / A1 / -	-

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

### Sekundärmarkt: Spreadperformance der Neuemissionen limitiert

Die Neuemissionen werden weiterhin gut vom Markt aufgenommen und können sekundär i.d.R. noch weiter performen. Insgesamt war die Performance der Neuemissionen in den vergangenen zwei Wochen jedoch stark begrenzt und lag lediglich bei wenigen Basispunkten (Durchschnitt der 17 Neuemissionen: -1,0 bp). Das Handelsvolumen stieg zum Start in die neue Woche etwas an, bleibt aber weiterhin eher unterdurchschnittlich. Die Nachfrage konzentriert sich aktuell eher auf längere Laufzeiten, wobei insbesondere Pfandbriefe im Fokus stehen.

### Subbenchmarksegment: Aktive Wochen in diesem Teilmarkt

In den vergangenen zehn Handelstagen brachten insgesamt fünf Emittenten frische Covered Bonds im Subbenchmarkformat an den Markt. Geographisch stammten jeweils zwei Emittenten aus Deutschland und Finnland sowie einer aus Island. Aus Deutschland gingen mit der Sparkasse KölnBonn und der Sparkasse Pforzheim Calw (vgl. [Issuer View](#)) zwei Pfandbriefemittenten auf die Investoren zu. Beide Emittenten limitierten schon mit Buchöffnung die finale Size ihrer Neuemissionen auf EUR 250 Mio. Im Laufe der Vermarktungsphase konnten die Pfandbriefemittenten den Spread jeweils um sieben Basispunkte reduzieren. Final konnte die Sparkasse KölnBonn ihren Deal (7,0y) bei einem Reoffer-Spread von ms +23bp platzieren, während die Sparkasse Pforzheim Calw ihren Pfandbrief bei ms +15bp preisen konnte. Die drei Emittenten aus den nordischen Ländern entschieden sich hingegen jeweils für ein Emissionsvolumen in Höhe von EUR 300 Mio. Dazu zählten die beiden finnischen Subbenchmarkemittenten Suomen Hypoteekkiyhdistys und Alandsbanken sowie die isländische Arion Bank. Während die finnischen Banken zu den regelmäßigen Emittenten in diesem Marktsegment gehören, war die Arion Bank bisher lediglich mit einer Emission (2021) im EUR-Benchmarksegment aktiv. Das EUR-Subbenchmarkdebüt (5,0y) der Arion Bank am gestrigen Dienstag (17. Februar) stieß auf ein hohes Investoreninteresse, sodass der Spread um sieben Basispunkte auf ms +40bp reduziert werden konnte.

**Parlamentarier begrüßen die Anpassung des Risikogewichts von Covered Bonds und schlagen Absenkung des LGD-Werts vor**

Im Zuge der Überarbeitung der Richtlinie für Verbriefungen wird am aktuellen Rand auch über die Absenkung des Risikogewichts für Covered Bonds nach Artikel 129 CRR von 10% auf 5% diskutiert. Nun liegen auch erste [Stellungnahmen aus dem EU-Parlament](#) zu den vorgeschlagenen Anpassungen des Rahmenwerks für Verbriefungen vor. Diese befürworten in ihrer Gesamtheit die vorgeschlagene Reduktion des Risikogewichts und bringen darüber hinaus noch die Absenkung des Loss Given Default (LGD-) Werts ins Spiel. Dieser notiert nach dem IRB-Standardansatz für Covered Bonds (Artikel 161 CRR) aktuell bei 11,25%. Laut Ralf Seekatz (Rapporteur des ECON-Committees und Mitglied des Europäischen Parlaments) sollte der LGD-Wert für in Artikel 129 CRR definierte Covered Bonds auf 5,625% abgesenkt werden, um den Anpassungen der Kapitalanforderungen für hochwertige Verbriefungen auch im IRB-Standardansatz Rechnung zu tragen. Damit würde eine mögliche Ungleichbehandlung zwischen den beiden Assetklassen vermieden. Unserer Ansicht nach würde die Absenkung des LGD-Werts einen logischen Schritt darstellen, infolge einer möglichen Anpassung des Risikogewichts für europäische Covered Bonds. Die Meinungsäußerungen aus dem Europäischen Parlament werten wir als erstes positives Signal, dass eine Absenkung des Risikogewichts für Covered Bonds im Zuge der Reform des Rechtsrahmens für Verbriefungen nicht ausgeschlossen wird. Der Gesetzgebungsprozess ist jedoch bei weitem noch nicht abgeschlossen; daher stehen sowohl die parlamentarische Beratung als auch die Trilogverhandlungen noch aus, in denen sich weitere Anpassungen ergeben könnten.

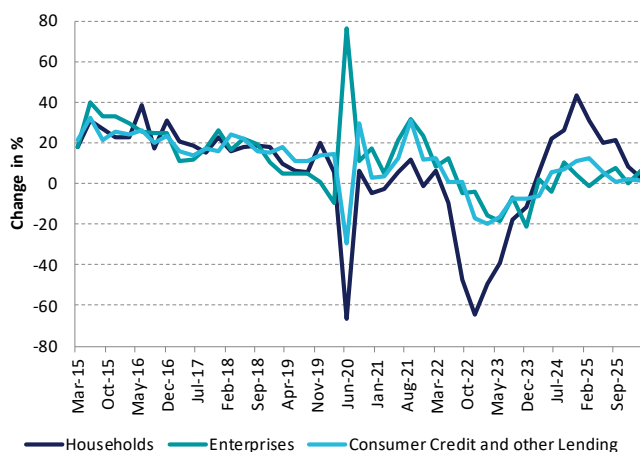
**Fitch: Australische Covered Bond-Programme im Fokus**

Die Ratingexperten von Fitch haben unlängst jeweils eine Peer Credit Analysis der Covered Bond-Programme [mittelgroßer](#) und [großer](#) australischer Kreditinstitute vorgelegt. Insgesamt bewertet Fitch zehn Covered Bond-Programme von neun australischen Emittenten, wovon Fitch vier zu Großbanken und fünf zu mittelgroßen Banken zählt. Fitch bewertet die hypothekarisch besicherten Covered Bond-Programme der Emittenten ausnahmslos mit der Bestnote AAA. Im Jahr 2025 senkte die australische Zentralbank den Leitzins um 75 Basispunkte auf 3,6%, was laut Fitch die Ausfallwahrscheinlichkeit von Kreditnehmern reduzieren dürfte. Diese Einschätzung beruht insbesondere auf den vorwiegend variabel verzinsten Krediten in den Deckungsstöcken. Im Hinblick auf die Änderungen ihrer Ratingmethodik für Covered Bonds konstatiert die Ratingagentur einen Anstieg der Differenz zwischen der für die Ratingeinstufung geforderten und der vorgehaltenen Übersicherungsquote (OC). Hingegen notiert die Einstufung des Payment Continuity Uplifts (PCU) für alle von Fitch bewerteten Soft Bullet Covered Bond-Programme, nach der Anpassung der Ratingmethodik, unverändert bei sechs Notches bzw. für Conditional Pass-Through (CPT) Programme bei acht Notches. Am aktuellen Rand verfügt nur noch die Bank of Queensland über ausstehende Covered Bonds im CPT-Format. Der deutliche Anstieg des Kreditwachstums bei den mittelgroßen Banken (7,4% Y/Y), gestützt von einer starken Nachfrage und sinkenden Zinsen, im III. Quartal 2025 erhöht laut Fitch die Emissionskapazität der australischen Emittenten.

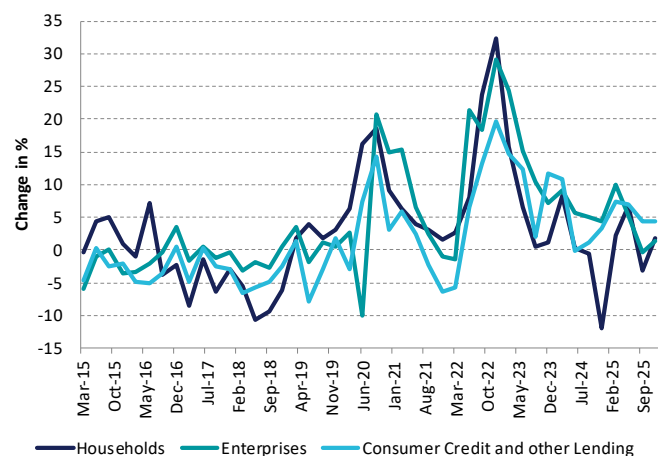
### EZB legt Bank Lending Survey für das IV. Quartal 2025 vor

Am 03. Februar (vgl. [Pressemitteilung](#)) wurden die Auswertungen der jüngsten Rückmeldungen zum „ECB Bank Lending Survey“ (ECB BLS) vorgelegt. Die Datenveröffentlichung umfasst Antworten von 153 Banken aus dem Euroraum (Befragungszeitraum: 15. Dezember bis 13. Januar). Diese wiesen im IV. Quartal 2025 ein unerwartet starkes Tightening der Kreditstandards bei Darlehen an Unternehmen auf, nachdem die europäischen Banken im vorangegangenen ECB BLS noch eine weitgehend konstante Entwicklung prognostiziert hatten. Einen vergleichbaren Trend konstatierten die Banken mit Blick auf den Kreditstandard für Konsumenten- und sonstige Haushaltskredite, der sich ebenfalls leicht verschärfte. Die verschärften Kreditstandards seien laut EZB insbesondere auf Bedenken hinsichtlich der künftigen Entwicklung von Unternehmen und der Gesamtwirtschaft zurückzuführen. Im Kontrast dazu berichteten die Banken von einer leichten Lockerung der Kreditstandards für Kredite zum Kauf von Wohneigentum im IV. Quartal, die sich jedoch nicht einheitlich auf alle Länder der Eurozone erstreckte. Während in Frankreich lockerere Standards zu beobachten waren, verschärfen sie sich in Deutschland und blieben in Spanien und Italien weitgehend konstant. Für die ersten drei Monate des Jahres 2026 rechnen die befragten Banken mit einer weiteren Verschärfung der Kreditstandards über alle Assetklassen hinweg. Diese Verschärfung sollte bei Konsumenten- und Unternehmenskrediten stärker ausfallen als bei Wohnimmobiliendarlehen. Die Kreditnachfrage nach Wohnimmobiliendarlehen verlor im IV. Quartal zusehends an Dynamik, blieb aber noch im positiven Bereich. Einen leichten Nachfrageanstieg verzeichneten hingegen Unternehmenskredite, während Konsumentenkredite weniger nachgefragt wurden. Im I. Quartal des Jahres 2026 rechnen die europäischen Banken mit einem leichten Anstieg der Kreditnachfrage über alle Assetklassen hinweg, auch wenn die Nachfrage nach Wohnimmobiliendarlehen weiter an Dynamik verlieren sollte. Im Rahmen der Ad-hoc-Fragen berichten die teilnehmenden Institute von leicht verbesserten Refinanzierungsbedingungen im Wholesalefunding, insbesondere für mittlere und lange Laufzeiten. Dies ist unserer Ansicht nach grundsätzlich eine positive Nachricht für den Covered Bond-Markt und könnte ein Hinweis darauf sein, warum zu Jahresbeginn vermehrt Emissionen in längeren Laufzeiten zu beobachten waren.

ECB BLS: Nachfrageveränderung (vorausschauend)



ECB BLS: Veränd. Kreditstandard (vorausschauend)



**Moody's: Zinsanpassung bei variablen Hypothekenkrediten in Norwegen ggf. unfair?**

Moody's hat sich unlängst zu den Auswirkungen der Entscheidung der norwegischen Finanzbeschwerdestelle geäußert, welche die standardisierten Klauseln zur Anpassung von variablen Zinsen von Hypothekendarlehen als unfair klassifiziert. Diese nichtbindende Entscheidung wird von den norwegischen Banken zurückgewiesen, sodass es aktuell noch zu keiner Anpassung der Hypothekenverträge kommt. Eine juristisch bindende Entscheidung müsste von den Beschwerdeführenden vor Gericht erstritten werden. Laut Moody's würde im Fall einer erfolgreichen Klage von dieser Entscheidung rund 90% aller Hypothekendarlehen in Norwegen betroffen sein und mögliche Zinsanpassungen durch die Banken erschweren. Moody's würde eine solche Entwicklung als Credit negative für Covered Bonds ansehen, da dies die potenziellen Verluste im Fall der Liquidation der Deckungsstockwerte erhöhen könnte. Den Eintritt eines solchen Worst-Case-Szenarios, das die Zinsanpassungen zukünftig stark limitieren würde, sehen die Ratingexperten aktuell als begrenzt an. Als wahrscheinlicher erachtet Moody's eine regulatorische Anpassung mit klareren Vertragsformulierungen in Verbindung mit einer besseren Kundenkommunikation durch die Banken. Dies sollte die Auswirkungen auf die Profitabilität der Institute und deren Möglichkeit zur Anpassung der variablen Zinsen nicht allzu stark einschränken.



## SSA/Public Issuers

### Marktüberblick

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

#### KfW-Förderzahlen 2025

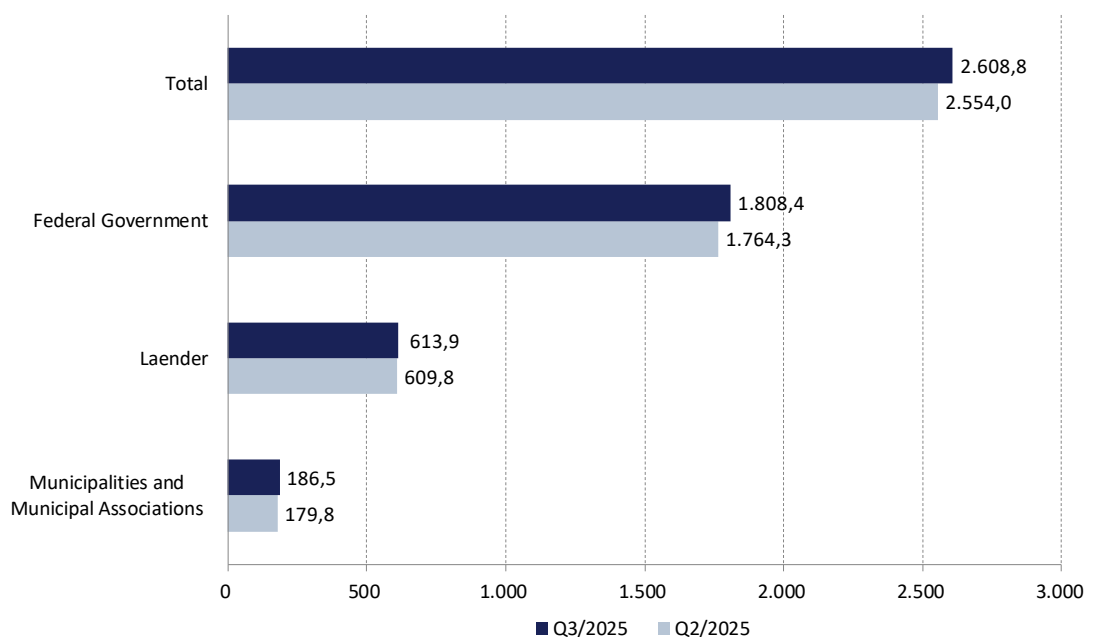
Im Rahmen ihrer Jahresauftakt-Pressekonferenz hat die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW, Ticker: KFW) eine Neuaufstellung bei der inländischen Förderung, im Auslandsgeschäft sowie bei internen Abläufen bekanntgegeben. Damit will das größte deutsche Förderinstitut seinen Beitrag für die Stärkung des Wirtschafts- und Industriestandorts Deutschland ausweiten und dem Staat beim Wachstumskurs unter die Arme greifen. Neben dieser strategischen Positionierung für die Zukunft hat das größte deutsche Förderinstitut Einblick in die Geschäftszahlen des vergangenen Jahres gegeben. Insgesamt blickt die KfW dabei auch ein „starkes“ Jahr 2025 zurück: Das Kerngeschäft in der Inlandsförderung mit Krediten und Zuschüssen legte gegenüber dem Vorjahr um rund +33% auf EUR 61,0 Mrd. zu (2024: EUR 45,8 Mrd.). Das gesamte inländische Neugeschäft lag mit EUR 62,0 Mrd. allerdings unter dem Niveau von 2024 (EUR 79,0 Mrd.). Das hohe Vorjahresergebnis wurde allerdings maßgeblich von Sondereffekten aus Zuweisungsgeschäften des Bundes beeinflusst (2025: EUR 1,1 Mrd.; 2024: EUR 33,2 Mrd.). Diese machten sich auch in der Zahl für das gesamte Neugeschäft der KfW in 2025 bemerkbar: Mit EUR 98,0 Mrd. konnte dieses das Volumen des Vorjahres nicht erreichen (2024: EUR 112,8 Mrd.). Das konzernweite Kerngeschäft ohne Zuweisungsgeschäfte legte hingegen um +25,1% auf EUR 96,9 Mrd. (2024: EUR 79,6 Mrd.) zu. Die Zusagen in der Förderung von Entwicklungs- und Schwellenländern erreichten insgesamt ein Volumen i.H.v. EUR 12,3 Mrd. (2024: EUR 10,3 Mrd.). Weniger als ein Drittel der Zusagen stammten dabei aus dem Bundeshaushalt, während der überwiegende Anteil KfW-Mittel waren. Refinanzierungsseitig nahm die KfW im Geschäftsjahr 2025 EUR 71,0 Mrd. in zehn unterschiedlichen Währungen an den internationalen Kapitalmärkten auf (2024: EUR 78,1 Mrd.). Das Gros von 58% des Volumens entfiel dabei auf den EUR als wichtigste Refinanzierungsquelle. Der Anteil des USD lag bei 24%. Über [Green Bonds – Made by KfW](#) wurden indes umgerechnet EUR 14,0 Mrd. in acht Währungen eingesammelt. Das aggregierte Neuemissionsvolumen der seit 2014 emittierten grünen Anleihen lag zum Jahresresultimo 2025 bei rund EUR 97 Mrd. Als Fundingziel für das laufende Jahr hat die Agency die Aufnahme von Refinanzierungsmitteln im Umfang von EUR 75-80 Mrd. kommuniziert – EUR 15 Mrd. davon über Green Bonds. Zum Stand Mitte Februar wurden bereits fast EUR 25,0 Mrd. am Kapitalmarkt eingesammelt – u.a. über eine EUR 10 Mrd. schwere Dual Tranche (vgl. [Wochenpublikation vom 14. Januar](#)). Anfang Februar kam die KfW darüber hinaus mit einer weiteren grünen EUR-Benchmark (7y) i.H.v. EUR 5 Mrd. zu einem Reoffer-Spread von ms +10bp an den Markt (vgl. [Primärmarkt](#)). Durch diese Emission hat die Förderbank nunmehr die Marke von EUR 100 Mrd. an Gesamtvolumen bei Green Bonds überschritten. Daneben war die KfW seit Jahresbeginn bereits mit grünen Anleihen in AUD, SEK und CNY aktiv. Das im Jahr 2026 bis dato mittels Green Bonds eingesammelte Kapital beläuft sich damit auf umgerechnet rund EUR 6 Mrd. Entsprechend zufrieden zeigte sich Stefan Wintels, CEO der KfW: „Unsere Förderprogramme sowie die anhaltend hohe Nachfrage am Kapitalmarkt machen deutlich, dass sowohl Kreditnehmer als auch Investoren weiterhin gezielt in Klima- und Umweltschutz investieren. Als Förderbank unterstützen wir so den Übergang zu einer klimaneutralen Wirtschaft auf der Angebots- und Nachfrageseite. Diesen Weg werden wir konsequent weitergehen.“



### Öffentliche Verschuldung stieg im III. Quartal um +2,1%

Ende Januar hat das Statistische Bundesamt die vorläufigen Zahlen des Öffentlichen Gesamthaushalts für das III. Quartal 2025 vorgestellt. Daraus geht hervor, dass der Öffentliche Gesamthaushalt – d.h. Bund, Länder, Gemeinden und Gemeindeverbände sowie Sozialversicherung einschließlich aller Extrahaushalte – zum Ende Q3/2025 mit insgesamt EUR 2.608,8 Mrd. beim nicht-öffentlichen Bereich (u.a. Kreditinstitute sowie private Unternehmen im In- und Ausland) verschuldet war. Damit stieg der Schuldenstand gegenüber dem Vorquartal um EUR +54,8 Mrd. bzw. +2,1%. Auf Ebene des Bundes wuchsen die Schulden gegenüber Q2/2025 um EUR +44,0 Mrd. (+2,5%) auf nunmehr EUR 1.808,4 Mrd. und waren dabei maßgeblich vom „Sondervermögen Bundeswehr“ beeinflusst, dessen Verschuldung um +17,4% auf EUR 33,2 Mrd. stieg. Demgegenüber nahm die Verschuldung der Länder verglichen mit dem Vorquartal in Summe nur geringfügig um +0,7% zu und belief sich zum Berichtszeitpunkt auf EUR 613,9 Mrd. Während Baden-Württemberg (+8,7%), Hessen (+2,8%) und Brandenburg (+2,5%) den prozentual stärksten Schuldenzuwachs verzeichneten, ging die Verschuldung gegenüber Q2/2025 in Niedersachsen (-3,6%), im Saarland (-3,1%) und in Schleswig-Holstein (-2,8%) am deutlichsten zurück. Ursächlich für den Zuwachs in Baden-Württemberg war u.a. eine Kapitalerhöhung beim Energieversorger „EnBW Energie Baden-Württemberg AG“, wohingegen der Rückgang in Niedersachsen im Wesentlichen dadurch bedingt war, dass keine neuen Kredite aufgenommen, allerdings höhere Tilgungszahlungen getätigt wurden. Bei den Gemeinden und Gemeindeverbänden nahm die Verschuldung per Ende Q3/2025 indes um +3,7% auf EUR 186,5 Mrd. zu. Auch hier wiesen die Gemeinden und Gemeindeverbände in Baden-Württemberg (+13,0%) infolge der oben genannten Kapitalerhöhung den stärksten prozentualen Anstieg der Verschuldung auf. Demgegenüber war ein Rückgang der Verschuldung – wie schon in Q1/2025 und Q2/2025 – lediglich in Thüringen (-2,1%) zu verzeichnen. Die Verschuldung der Sozialversicherung – unten in der Grafik nicht dargestellt – sank im III. Quartal 2025 gegenüber dem Vorquartal um EUR -0,2 Mio. (-1,7%) und betrug lediglich EUR 9,6 Mio.

### Öffentliche Gesamtverschuldung (in EUR Mrd.)



Quelle: Statistisches Bundesamt, NORD/LB Floor Research

**EUROFIMA veröffentlicht Annual Engagement Report 2025**

Die European Company for the Financing of Railroad Rolling Stock (EUROFIMA, Ticker: EUROF) hat ihren Annual Engagement Report 2025 präsentiert und darin die Ergebnisse ihres vierten Investor Engagement-Zyklus vorgestellt. Dabei markierte das Jahr 2025 laut eigener Aussage einen entscheidenden Meilenstein im Kontext der Umsetzung der Stewardship-Strategie: Weg vom primär dialogorientierten Engagement als fortlaufenden Prozess hin zum Engagement als Instrument mit einem ergebnis- und wirkungsorientierten Ansatz. Die aktiven Engagements wurden dem Bericht zufolge unverändert gegenüber dem Vorjahr mit elf Beteiligungsunternehmen aufrechterhalten. Die Ergebnisse zeigen, dass mehr als die Hälfte der mehrjährigen Engagements erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Konkret erfüllten 55% der Unternehmen die gemeinsam vereinbarten Nachhaltigkeitsziele, managten die identifizierten ESG-Risiken sachgerecht und verbesserten die Transparenz ihrer Berichterstattung auf ein nun angemessenes Niveau. Demgegenüber erzielten vier Unternehmen (rund 36%) zwar erkennbare Fortschritte, erreichten jedoch (noch) nicht alle Zielvorgaben. Diese Engagements werden auch im Jahr 2026 fortgeführt, um die begonnenen Transformationsprozesse weiter zu begleiten. Im Jahr 2025 wurde zudem erstmals ein Beteiligungsunternehmen nach drei Jahren erfolglosen Engagements formell als „gescheitert“ eingestuft – u.a. aufgrund der mangelnden Bereitschaft, Nachhaltigkeitsrisiken angemessen zu adressieren sowie unzureichender Aktionspläne. Vor diesem Hintergrund erfolgte im Januar 2026 der Ausschluss aus dem Anlageuniversum und die aktive Geschäftsbeziehung wurde beendet.

**LfA Förderbank Bayern präsentiert Förderbilanz für 2025**

Die LfA Förderbank Bayern (Ticker: BAYLAN) hat am 03. Februar ihre Förderbilanz für 2025 vorgestellt und auf ein erfolgreiches Förderjahr zurückgeblickt. Das Kreditvolumen für Unternehmen und Kommunen in Bayern stieg gegenüber dem Vorjahr um +46% auf insgesamt rund EUR 2,5 Mrd. Davon wurden fast EUR 2,2 Mrd. im Rahmen von programmgebundenen Förderkrediten vergeben, deren Volumen gegenüber dem Vorjahr um mehr als +58% (2024: 1,35 Mrd.) zunahm. Insgesamt nutzten rund 4.000 (2024: 3.500) Unternehmen und Kommunen die Förderangebote der LfA. Der Nachfrageanstieg zeigte sich dabei in nahezu allen Förderbereichen und sei maßgeblich auf den im Frühjahr 2025 erfolgten Ausbau und die Optimierung des Förderangebots – beispielsweise durch die Öffnung der Programme für den größeren Mittelstand sowie höheren Darlehenshöchstbeträge – zurückzuführen. Auch der gesunkene EU-Referenzzinssatz habe sich zusätzlich positiv auf die Fördernachfrage ausgewirkt. Mit einem Darlehensvolumen von etwa EUR 960 Mio. bildete der Gründungs- und Wachstumskredit (GuW) für Existenzgründungen, Unternehmensnachfolgen sowie KMU und Freiberufler den größten Förderbereich. Einen deutlichen Nachfrageanstieg verzeichnete zudem die neu ausgerichtete Förderung für Innovation und Digitalisierung, deren Zusagevolumen sich mit über EUR 515 Mio. gegenüber dem Vorjahr mehr als verdoppelte. Die Darlehenszusagen für Förderkredite im Bereich Energie und Klimaschutz beliefen sich indes auf knapp EUR 200 Mio. Entsprechend zufrieden zeigte sich Dr. Bernhard Schwab, Vorstandsvorsitzender der LfA, und sagte: „Mit den durch die Bayerische Staatsregierung ausgeweiteten Fördermöglichkeiten kann sich die LfA noch besser als starker Förderpartner für den bayerischen Mittelstand engagieren. Erfreulicherweise zeigt die umfangreiche Weiterentwicklung der LfA zur starken Mittelstands- und Transformationsbank des Freistaats Bayern schnell Wirkung. Insbesondere die deutlich höheren Darlehenshöchstbeträge werden von den Unternehmen bereits rege genutzt.“

### Primärmarkt

Nach unserer dienstreisebedingten Publikationspause blicken wir wie gewohnt auf die Emissionen der letzten beiden Handelswochen im SSA-Segment zurück: Auf die Mandatierung der KfW (Ticker: KFW) für die Emission eines [Green Bonds](#) (lange 7y) hatten wir bereits in unserer letzten Ausgabe hingewiesen. Bei ihrer Transaktion entschied sich diese letztlich für ein Volumen von EUR 5 Mrd., die zu ms +10bp (Guidance: ms +12bp area; Orderbuch: EUR 25,9 Mrd.) eingesammelt wurden. Ebenfalls aus Deutschland ging die Freie und Hansestadt Hamburg (Ticker: HAMBRG) mit ihrer ersten Benchmark (EUR 500 Mio.; 2y) in diesem Jahr auf die Investoren zu. Bei einer Guidance von ms +1bp area füllte sich das Orderbuch zum Ende der Vermarktungsphase auf EUR 1,0 Mrd., sodass der Deal zu ms flat über die Bühne ging. Aus Italien haben wir ebenfalls zwei Emissionen auf unserem Notizzettel, allerdings beide aus dem Agency-Segment: Während die Acquirente Unico (Ticker: ACQUIU) EUR 600 Mio. (7y) zu BTPS +45bp (Guidance: BTPS +60bp area) einsammelte (entsprach zu dem Zeitpunkt etwa ms +80bp), entschied sich die Cassa Depositi e Prestiti (Ticker: CDEP) für die Platzierung von EUR 750 Mio. (8y) im [sozialen Format](#). Der Deal ging zu BTPS +19bp über die Bühne, was ungefähr ms +64bp entsprach (IPT: BTPS +26bp area; Orderbuch: EUR 4,5 Mrd.). Aus Frankreich wagte sich in der Vorwoche mit der SAGESS (Ticker: SAGESS) zudem der Verwalter der strategischen Erdölreserven aus der Deckung und sammelte EUR 500 Mio. (lange 7y) zu OAT +18bp ein, was zum Emissionszeitpunkt etwa ms +60bp entsprach. Bei einem Orderbuch i.H.v. EUR 7,2 Mrd. war eine Einengung des Reoffer-Spreads gegenüber der Guidance um sechs Basispunkte möglich. Am gestrigen Dienstag machte darüber hinaus die finnische MuniFin (Ticker: KUNTA) Nägel mit Köpfen und platzierte ihre erste EUR-Benchmark (EUR 1 Mrd.; lange 7y) im Jahr 2026. Das Pricing erfolgte zu ms +21bp (Guidance: ms +25bp area; Orderbuch: EUR 8,8 Mrd.). Für Nachschub im ESG-Segment sorgte am gleichen Tag die autonome Gemeinschaft Madrid (Ticker: MADRID), die ihren Kapitalbedarf durch die Emission eines [Sustainability Bonds](#) (10y) im Volumen von EUR 1 Mrd. zu SPGB +5bp (entsprach etwa ms +45bp) stillte (Guidance: SPGB +10bp area). Auch die französische Gebietskörperschaft Ville de Paris (Ticker: VDP) entschied sich bei ihrer Transaktion für einen [Sustainability Bond](#), war jedoch im Subbenchmark-Segment aktiv. Begeben wurden EUR 350 Mio. (20y) guidancegemäß zu OAT +9bp bzw. ms +102bp. Den Schlusspunkt im EUR-Subbenchmarksegment setzte die Hamburgische Investitions- und Förderbank (Ticker: IFBHH), die EUR 250 Mio. (10y) zu ms +28bp mittels [Social Bond](#) einsammelte (Guidance: ms +29bp area). Auf supranationaler Ebene war die EU (Ticker: EU) mit einer Dual Tranche aktiv und stockte ihre 2032er-Anleihe um EUR 6 Mrd. zu ms +17bp auf (Guidance: ms +19bp area), während der 2045er-Bond um EUR 5 Mrd. zu ms +70bp (Guidance: ms +72bp area) im Volumen vergrößert wurde. Die Orderbücher summierten sich auf EUR 89 Mrd. bzw. EUR 83 Mrd. Mit Blick auf die Zukunft möchten wir auf die zweite Anleiheauktion der EU in H1/2026 am 23. Februar (vgl. [Fundingplan](#)) hinweisen. Neumandatierungen: Die Bpifrance (Ticker: BPIFRA) plant die Emission eines [European Green Bonds](#) (EUR 1 Mrd.; 10y) und führt dazu seit dem 16. Februar Investorengespräche. Außerdem: FLEMSH (BMK, lange 10y) sowie NIESA (BMK, 8y).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
MADRID	ES	17.02.	ES00001010S1	10.2y	1.00bn	ms +45bp	A- / A3 / A	X
KUNTA	Nordics	17.02.	XS3303588829	7.3y	1.00bn	ms +21bp	- / Aa1 / AA+	-
SAGESS	FR	12.02.	FR0014016EE4	7.3y	0.50bn	ms +60bp	- / - / A+	-
CDEP	Other	09.02.	IT0005695553	8.0y	0.75bn	ms +64bp	BBB+ / - / BBB+	X
HAMBRG	DE	05.02.	DE000A3MQTP1	2.0y	0.50bn	ms flat	AAA / - / -	-
ACQUIU	Other	04.02.	XS3289609151	7.0y	0.60bn	ms +80bp	- / - / BBB+	-
KFW	DE	04.02.	XS3292846030	7.1y	5.00bn	ms +10bp	- / Aaa / AAA	X

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

## Covered Bonds

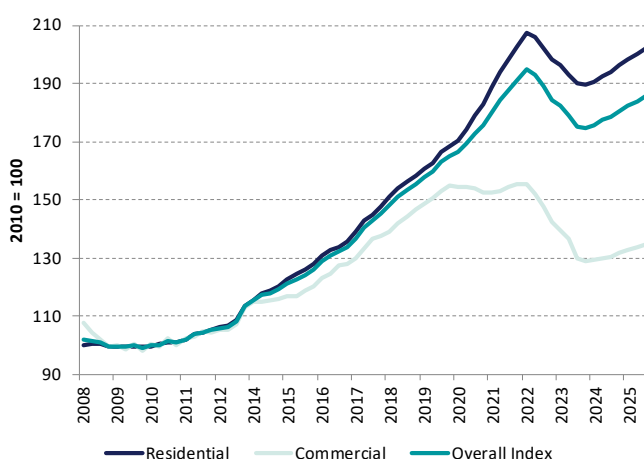
### Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index)

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

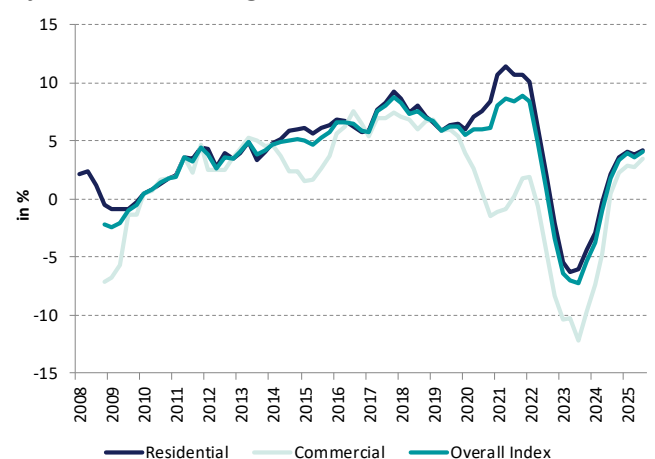
#### vdp: Immobilienpreisindex klettert auf 185,6 Punkte

Anfang letzter Woche legte der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) aktuelle Zahlen zur Preisentwicklung am deutschen Immobilienmarkt vor. Die jüngsten Angaben zum vdp-Immobilienpreisindex beziehen sich auf das IV. Quartal 2025. Der vdp-Immobilienpreisindex wird auf Basis stattgefundener Transaktionen ermittelt und bildet damit tatsächlich realisierte Kaufpreise bzw. Mieten ab. Der Datenhaushalt fußt dabei auf den Informationen von mehr als 700 Kreditinstituten in Deutschland. Der Gesamtindex verzeichnete im IV. Quartal 2025 den siebten Anstieg (+1,0% Q/Q) in Folge und notiert mit 185,6 Zählern (Basisjahr 2010 = 100 Punkte) nunmehr weniger als 10 Punkte unterhalb seines Höchststandes aus Q2/2022 (194,8 Punkte). Damit liegt der Gesamtindex 7,2 Punkte höher als zum Ende des Jahres 2024. Der Anstieg im Jahresvergleich wurde sowohl von der positiven Entwicklung bei den Wohnimmobilienpreisen (+4,2%) als auch bei den Gewerbeimmobilienpreisen (+3,5%) getragen. In der Quartalsbetrachtung war der Preisanstieg bei den Wohnimmobilien (+1,0%) ebenfalls etwas stärker als bei den Gewerbeimmobilien (+0,9%). Der anhaltende Aufwärtstrend bei den Immobilienpreisen deutet unserer Ansicht nach auf eine nachhaltige Erholung am deutschen Immobilienmarkt hin. Diese Erholungstendenzen werden überwiegend von der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise getragen, zunehmend aber auch von den Gewerbeimmobilien unterstützt.

Indexstand: Gesamt, Wohnen und Gewerbe



Vorjahresveränderung: Gesamt, Wohnen und Gewerbe



Quelle: vdp, NORD/LB Floor Research

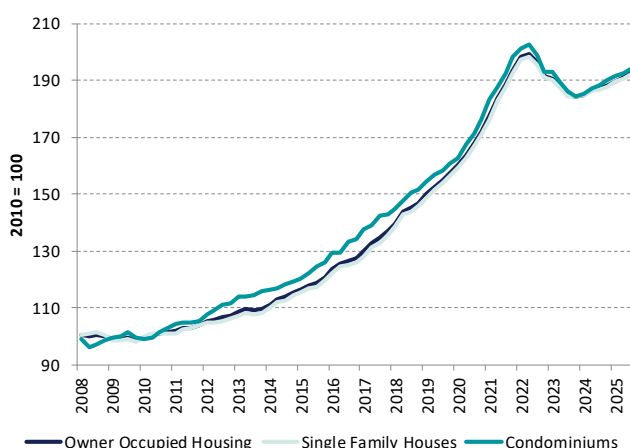
#### Wohnimmobilien: Mehrfamilienhäuser legen um +5,3% in 2025 zu (Y/Y)

Beim Segment der Wohnimmobilien entfiel der stärkste Anstieg auf die Unterkategorie Mehrfamilienhäuser (+5,3% Y/Y bzw. +1,2% Q/Q), während für selbst genutztes Wohneigentum (Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen) ein Plus von 3,0% Y/Y (+0,8% Q/Q) gemeldet wurde. Damit setzte sich der Aufwärtstrend auch im neuen Berichtsjahr in allen betrachteten Wohnimmobilienklassen ungebrochen weiter fort.

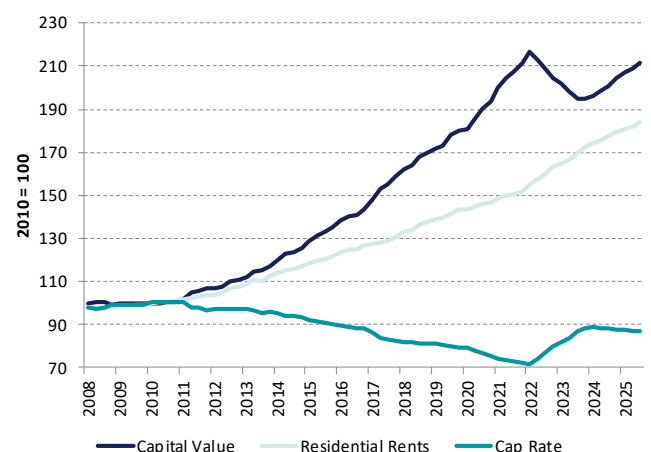
### vdp: Wohnungsmangel sollte auch 2026 Preistreiber am Immobilienmarkt bleiben

In der aktuellen [Pressemitteilung](#) konstatiert vdp-Hauptgeschäftsführer Jens Tolckmitt mit Blick auf das Jahr 2025, dass sich die Erholungsphase am Immobilienmarkt weiter fortgesetzt hat, „jedoch deutlich weniger dynamisch als in der Niedrigzinsphase“. Während er diesen Trend für Wohnimmobilien in 2026 als ungebrochen ansieht, ist für ihn die Entwicklung der Preise für Gewerbeimmobilien schwieriger vorherzusagen. Tolckmitt betont darüber hinaus, dass die Schaffung von bezahlbarem Wohnraum in 2026 für die politischen Akteure Priorität haben sollte. Die Regierung habe mit dem sogenannten „Bau-Turbo“ einen ersten Impuls gesetzt. Dieser müsste nun schnell umgesetzt und um weitere Maßnahmen ergänzt werden. Dazu zählt er insbesondere den gezielten Abbau von Baunormen, entschlossene wirtschaftspolitische Impulse sowie „eine Bankenregulierung mit Augenmaß“. Darüber hinaus könnte laut Tolckmitt auch der Abbau von Hinderungsgründen zum Erwerb von Eigentum Druck aus dem Mietwohnungsmarkt nehmen.

#### Selbst genutztes Wohneigentum



#### Mehrfamilienhäuser



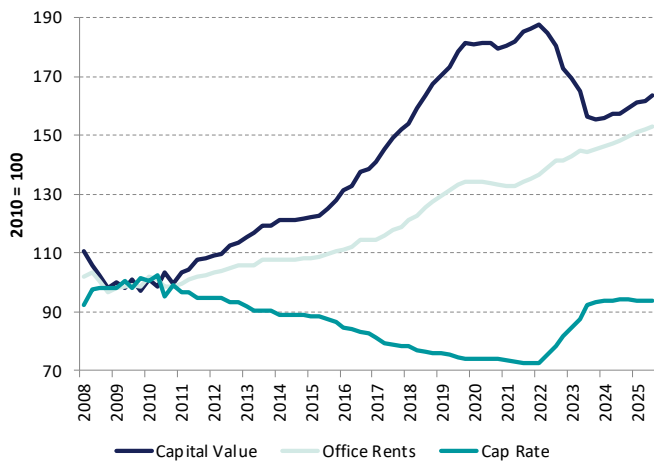
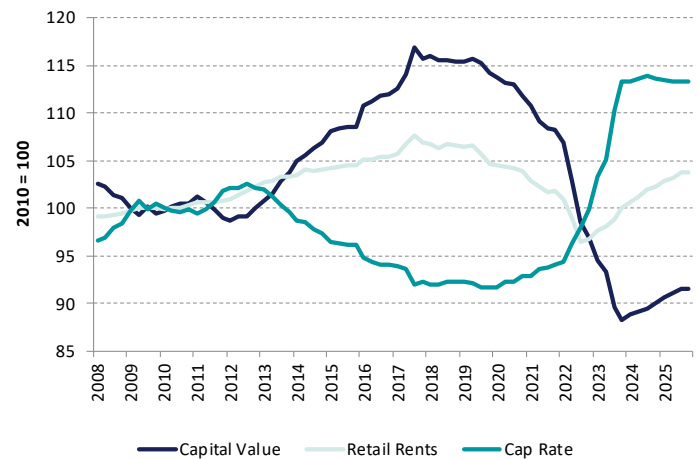
Quelle: vdp, NORD/LB Floor Research

### Top 7-Wohnungsmärkte: Preisentwicklung hält in allen Metropolen weiter an

Die Preise für Wohnimmobilien in den Top 7-Städten (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart) verteuerten sich im Durchschnitt um +4,7% im Vorjahresvergleich und lagen damit leicht über dem Bundesschnitt. Die Preisanstiege fielen in Frankfurt am Main (+5,7% Y/Y) am stärksten aus, während Stuttgart (+2,2% Y/Y) den geringsten Anstieg verzeichnete. Mit Blick auf die Neuvertragsmieten zeigen die vdp-Zahlen in den Top 7-Städten einen durchschnittlichen Anstieg um +3,5% (Y/Y) an.

### Gewerbeimmobilienpreise mit positiver Entwicklung in 2025

Die Gewerbeimmobilienpreise verzeichneten über das gesamte Jahr 2025 hinweg einen konstanten Anstieg, der sowohl von Büro- als auch Einzelhandelsimmobilien getragen wurde. So steht hier ein Zuwachs um +3,5% gegenüber dem IV. Quartal 2024 zu Buche. Dabei sind sowohl die Preise für Büroimmobilien (+3,9% Y/Y bzw. +1,1% Q/Q) als auch für Einzelhandelsimmobilien (+2,3% Y/Y respektive +0,6% Q/Q) gestiegen. Entsprechend würden wir von einem positiven Trend am Markt für Gewerbeimmobilien sprechen, auch wenn die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland einen Unsicherheitsfaktor darstellt. Auch die Neuvertragsmieten konnten im Teilsegment der Gewerbeimmobilien ihre Aufwärtsbewegung fortsetzen. Bei den Büromieten fiel der Preisanstieg im Vergleich zum Vorjahresquartal mit +3,3% Y/Y deutlicher aus als bei den Einzelhandelsimmobilien (+1,8% Y/Y).

**Büroimmobilien****Einzelhandelsimmobilien**

Quelle: vdp, NORD/LB Floor Research

**Fazit**

Der vdp verweist im Rahmen seiner Pressemitteilung auf einen anhaltenden Aufwärtstrend am deutschen Immobilienmarkt. Während diese vorwiegend von der Entwicklung bei den Wohnimmobilienpreisen getragen wird, zeigt sich auch die Lage bei den Gewerbeimmobilien positiver als noch im vorangegangenen Jahr. Aufgrund des anhaltenden Wohnungsmangels erwartet vdp-Hauptgeschäftsführer Jens Tolckmitt für 2026 auch bei Wohnimmobilien weitere Preisaufschläge, während die Entwicklung bei Gewerbeimmobilien schwieriger zu prognostizieren sei. Nichtsdestoweniger zeigt die Entwicklung in beiden Assetklassen einen kontinuierlichen Aufwärtstrend. Ein ähnliches Bild zeichnet sich mit Blick auf die Neuvertragsmieten ab. Hier entfallen die größten Anstiege ebenfalls auf Mietwohnungen, während sich die Dynamik bei den Neuvertragsmieten von Einzelhandelsimmobilien weniger ausgeprägt zeigt. Trotz der positiven Preisentwicklung bleibt für Tolckmitt der Wohnungsmangel eine der wichtigsten Herausforderungen der Politik für 2026. Hier gäbe es mit dem „Bau-Turbo“ zwar erste gute Impulse, die aber noch mit weiteren Maßnahmen flankiert werden müssten.



## SSA/Public Issuer

# Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2026

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

### (Brutto-)Kreditermächtigungen von über EUR 99 Mrd. erwartet

Die deutschen Länder haben ihre Kreditplanungen für 2026 bereits sehr früh in diesem Jahr (größtenteils) abgeschlossen und vor allem veröffentlicht. Abgesehen von Baden-Württemberg liegen für alle Sub-Sovereigns nun bereits Anfang Februar Zahlen für die Kreditermächtigungen in 2026 vor. Die Daten, die in ihrer Bruttoszah im weitesten Sinne als Fundingziel verstanden werden können, gaben in der Vergangenheit meist einen vergleichsweise guten Hinweis darauf, wie aktiv die Länder unterjährig am Kapitalmarkt sein dürften. Diese Planung umfasst zudem auch Schuldscheindarlehen (SSD) sowie Privatplatzierungen – und muss nicht zwangsläufig ausgeschöpft werden, wie in der jüngsten Vergangenheit stets unter Beweis gestellt wurde. Der derzeit über 15 Länder hinweg aggregierte Bruttowert liegt für das laufende Jahr bei (vorläufig) EUR 72,1 Mrd. Jedoch fehlt in unserer Darstellung noch die Genehmigung des baden-württembergischen Budgets, welche seit der Pandemie traditionell den größten Betrag unter den Ländern darstellt. Wir erwarten hier rund EUR 27 Mrd., was die Gesamtsumme für alle 16 Sub-Sovereigns auf knapp über EUR 99 Mrd. hieven würde. Die Haushaltsaufstellung der Länder erfolgt in diesem Jahr vollständig vor dem Hintergrund des zusätzlichen jährlichen Neuverschuldungsspielraums i.H.v. 0,35% des BIP, der mit der im März 2025 beschlossenen Reform der Schuldenbremse auf Länderebene Einzug in die Finanzplanung hielt. In diesem Kontext dürfte der Bruttowert, auch mit Berücksichtigung der von uns prognostizierten EUR 27 Mrd. aus BADWUR, eher überschaubar wirken, allerdings handelt es sich bei dem derzeit ausgewiesenen Nettobetrag i.H.v. EUR 18,5 Mrd. um den größten Wert seit dem Jahr 2021 (damals EUR 42,7 Mrd.) und um eine Verdoppelung gegenüber dem Vorjahr.

### Kreditermächtigungen deutscher Länder 2026 (in EUR Mrd.)\*

	Brutto	Netto
Baden-Württemberg		
Bayern	0,7	-0,1
Berlin	10,0	4,0
Brandenburg	2,9	1,3
Bremen	1,6	0,3
Hamburg	5,3	2,6
Hessen	6,7	1,7
Mecklenburg-Vorpommern	1,0	1,0
Niedersachsen	9,4	1,7
Nordrhein-Westfalen	18,0	4,0
Rheinland-Pfalz	5,5	0,4
Saarland	2,0	0,1
Sachsen	0,5	0,0
Sachsen-Anhalt	3,1	0,0
Schleswig-Holstein	3,6	0,6
Thüringen	1,8	0,9
<b>Summe</b>	<b>72,1</b>	<b>18,5</b>

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

\* Zum Teil gerundete bzw. vorläufige Zahlen



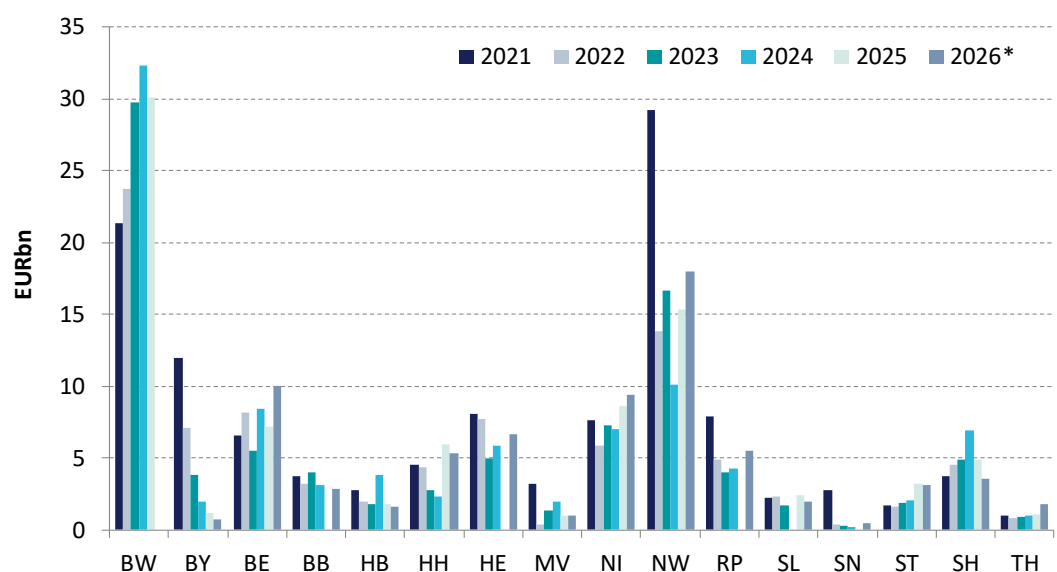
### Baden-Württemberg „hamstert“

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

### Aktueller Stand der Refinanzierungsaktivitäten

Im laufenden Jahr waren bereits zehn Länder mit EUR-Benchmarktransaktionen i.H.v. aggregiert EUR 12,5 Mrd. am SSA-Primärmarkt aktiv. NIESA sammelte dabei mit einer Dual Tranche im Umfang von EUR 3 Mrd. das bis dato größte Volumen ein, gefolgt von BERGER (EUR 2 Mrd., eine ISIN) und BADWUR (EUR 1,75 Mrd., zwei ISINs). Insgesamt brachten die Sub-Sovereigns bis zum aktuellen Rand 12 frische Anleihen an den Markt. Auch wenn die über EUR-Benchmarkanleihen eingesammelten Volumina damit bisher hinter den Erwartungen zurückblieben, dürften einige Länder in ihren Fundingaktivitäten dennoch bereits weiter fortgeschritten sein, da die Sub-Sovereigns insbesondere über Privatplatzierungen und SSD weitere Beträge eingesammelt haben dürften. Trotzdem sehen wir noch deutlich mehr Potenzial und erwarten noch einiges an frischer Ware im weiteren Jahresverlauf.

### Kreditermächtigungen deutscher Länder im Zeitverlauf



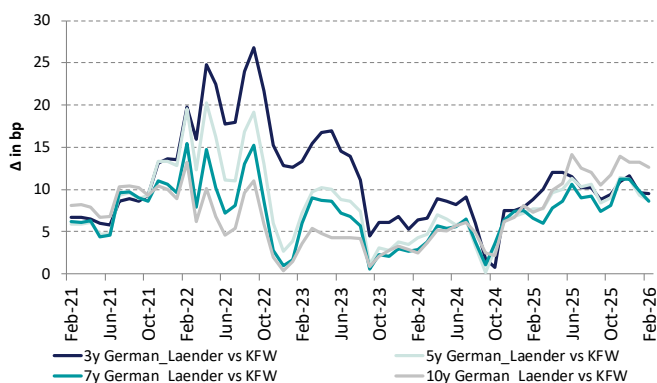
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research; \* zum Teil gerundete bzw. vorläufige Zahlen

BW = BADWUR, BY = BAYERN, BE = BERGER, BB = BRABUR, HB = BREMEN, HH = HAMBURG, HE = HESSEN, MV = MECKLENBURG-VORPOMMERN, NI = NIESA, NW = NRW, RP = RHEINLAND-PFALZ, SL = SAARLAND, SN = SAXONEN, ST = SACHSEN, SH = SCHLESWIG-HOLSTEIN, TH = THÜRINGEN

### Relative Value-Einordnung und Spreadaussichten

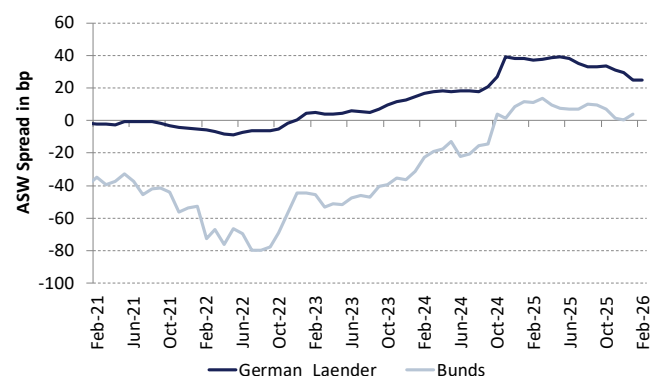
Auch wenn wir vor dem Hintergrund der reformierten Schuldenbremse und den notwendigen Investitionen in die Infrastruktur davon ausgehen, dass der Länder-Supply in diesem Jahr gegenüber 2025 ansteigen dürfte, war der Start ins Jahr eher verhalten. Insofern dürfte das Tempo in den kommenden Monaten spürbar zulegen. Das bisherige Neuangebot traf auf eine entsprechend hohe Nachfrage seitens der Investoren (vor allem Sparkassen und Banken-Treasuries) und wurde daher sehr gut absorbiert. Wir antizipieren, dass die starke inländische Investorenbasis weiterhin dafür sorgen dürfte, dass der zukünftige Supply ebenfalls gut aufgenommen wird. Unter Relative Value-Gesichtspunkten scheinen deutsche Länder derzeit nach wie vor attraktiv ggü. KfW zu sein. Im Zehnjahresbereich liegt der Pick-up der Sub-Sovereigns derzeit bei 12,6bp und damit leicht über dem Mittelwert der vergangenen zwölf Monate (02/2025-01/2026: 11,4bp). Auch wenn das größte deutsche Förderinstitut sein Fundingziel auf EUR 75-80 Mrd. erhöht hat (2025: EUR 65-70 Mrd.), preist der Markt damit nach unserem Dafürhalten einen im Vergleich stärkeren Anstieg des Länderangebots ein. Sollte sich der Refinanzierungsbedarf der KfW durch das geplante Fiskalpaket des Bundes in Zukunft deutlich erhöhen, dürften sich für die Länder neue Möglichkeiten der Outperformance ergeben. Zudem könnten die Ergebnisse der „Gemeinschaftsdiagnose“, in deren Rahmen ggf. höher als erwartete Steuereinnahmen prognostiziert werden, die Notwendigkeit der Länder nach Kapitalmarktfunding reduzieren und die Spreads unterstützen.

Relative Value: Länder vs. KfW



Quelle: Bloomberg, Markit, NORD/LB Floor Research

Spreadentwicklung Länder vs. Bunds – 10y

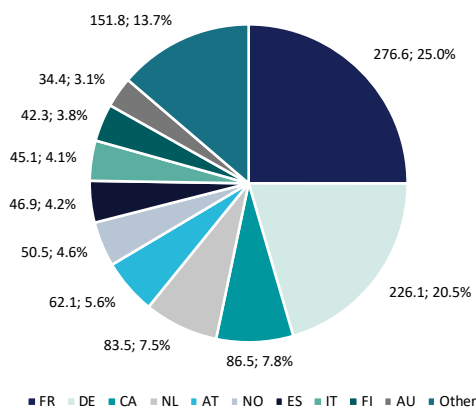


### Fazit und Ausblick

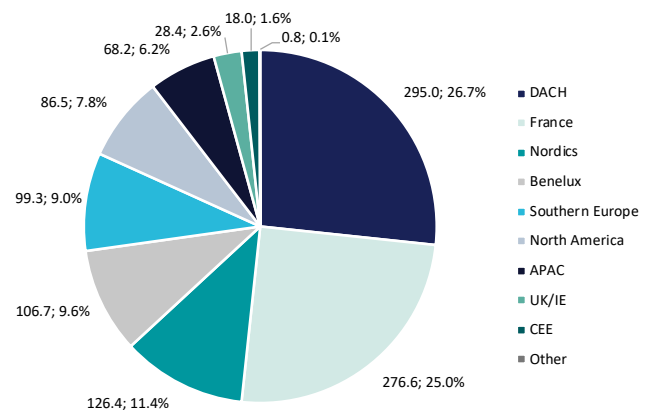
Die deutschen Länder haben ihre Kreditplanungen für das Jahr 2026 weitestgehend abgeschlossen und in diesem Zuge ihre Kreditermächtigungen publiziert. Über vorerst 15 Länder hinweg beläuft sich der Bruttowert auf EUR 72,1 Mrd. (Netto: EUR 18,5 Mrd.), wobei zu berücksichtigen ist, dass mit BADWUR das Schwergewicht in dieser Aufstellung noch nicht inkludiert ist. Nach unserer Prognose dürften hier weitere EUR 27 Mrd. hinzukommen. Kapitalmarktseitig brachten die Länder im laufenden Jahr bis dato Benchmarks im Umfang von EUR 12,5 Mrd. auf die Waage. Damit verlief der Start in das Jahr 2026 recht verhalten und wir sehen hier für den weiteren Jahresverlauf noch Luft nach oben. Dies wird auch von der Mehrheit der Marktteilnehmer antizipiert, wie die Relative Value-Betrachtung gegenüber Bonds der KfW unterstreicht. Nichtsdestoweniger dürfte die Attraktivität von Länderanleihen auf Investorenseite, gerade bei inländischen Sparkassen und Banken-Treasuries, ungebrochen hoch bleiben, sodass zusätzlicher Supply gut absorbiert werden dürfte.

## Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



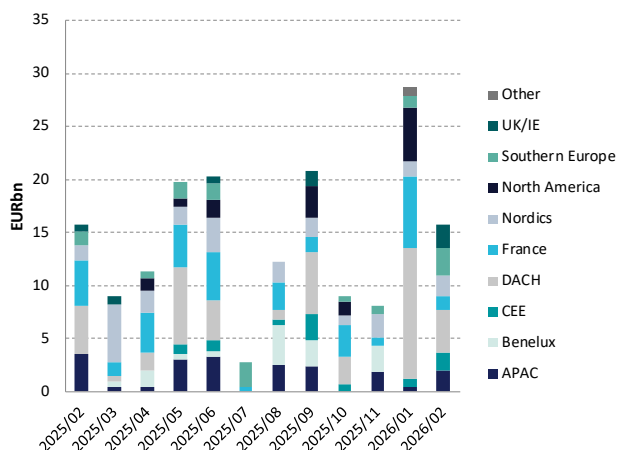
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



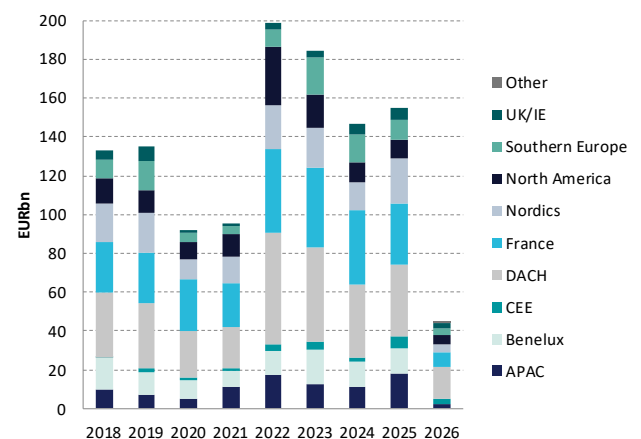
Top 10-Jurisdiktionen

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	276.6	269	37	0.97	8.8	4.3	1.78
2	DE	226.1	316	49	0.67	7.8	3.7	1.83
3	CA	86.5	64	1	1.33	5.5	2.2	1.77
4	NL	83.5	82	4	0.95	10.4	5.3	1.58
5	AT	62.1	103	5	0.60	8.0	3.6	1.71
6	NO	50.5	59	10	0.86	7.1	3.2	1.50
7	ES	46.9	43	4	0.99	9.4	3.4	2.24
8	IT	45.1	59	6	0.73	7.9	3.7	2.21
9	FI	42.3	51	4	0.82	6.6	2.9	1.96
10	AU	34.4	35	0	0.98	7.2	3.1	2.01

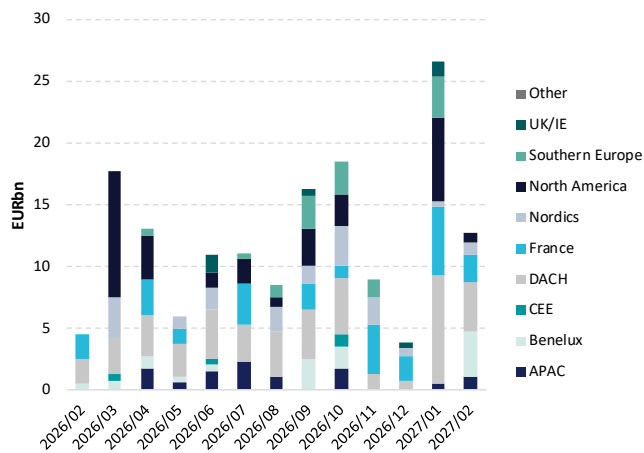
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



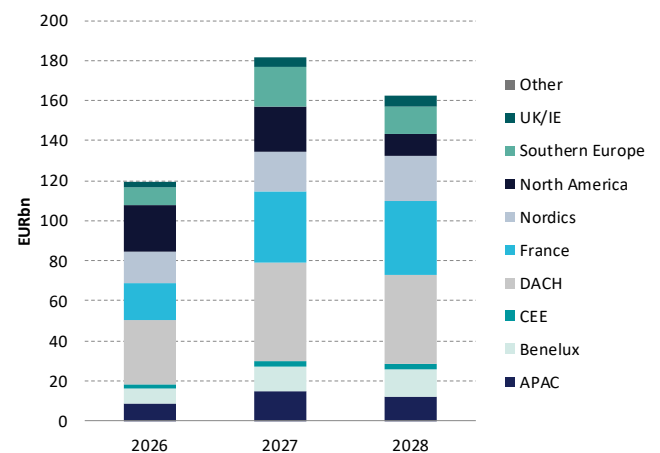
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



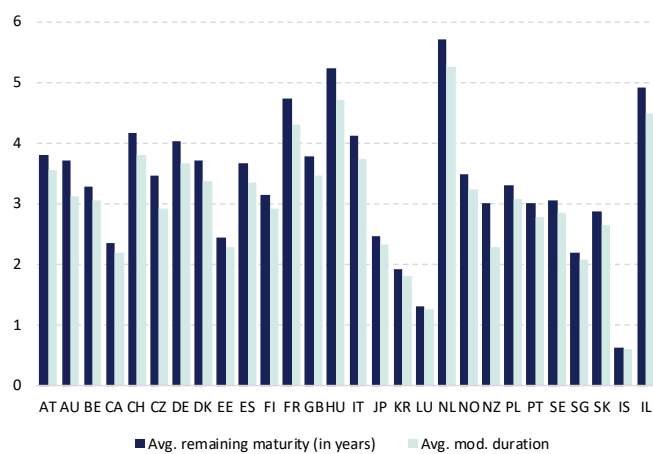
## EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



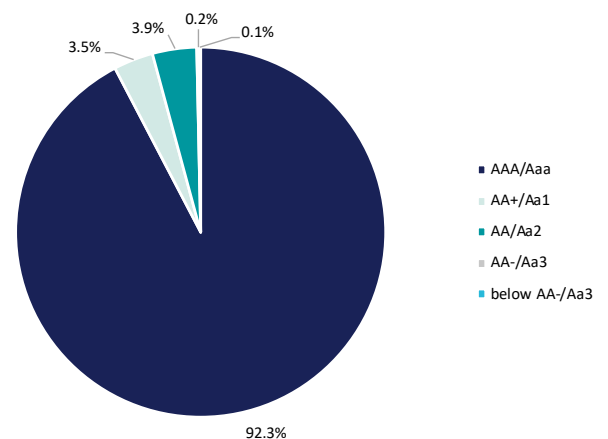
## EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



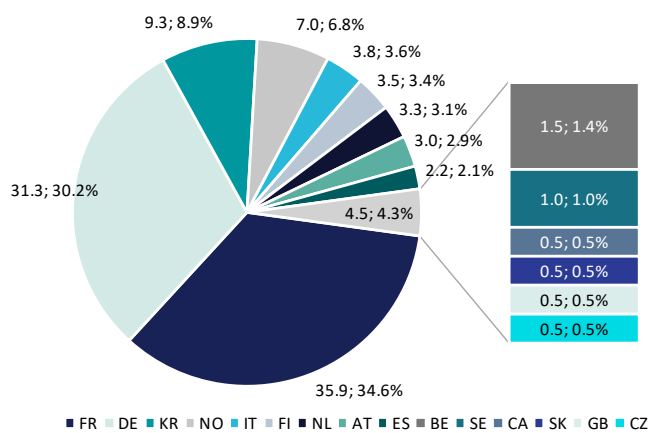
## Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



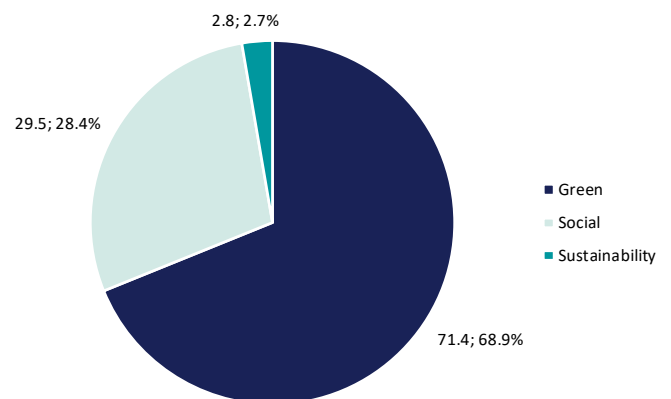
## Ratingverteilung (volumengewichtet)



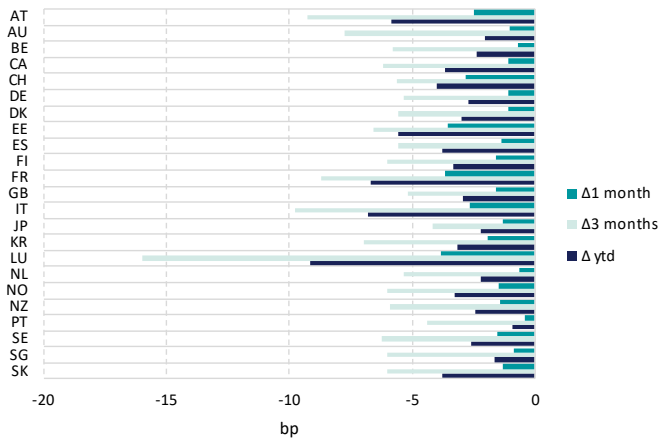
## EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)



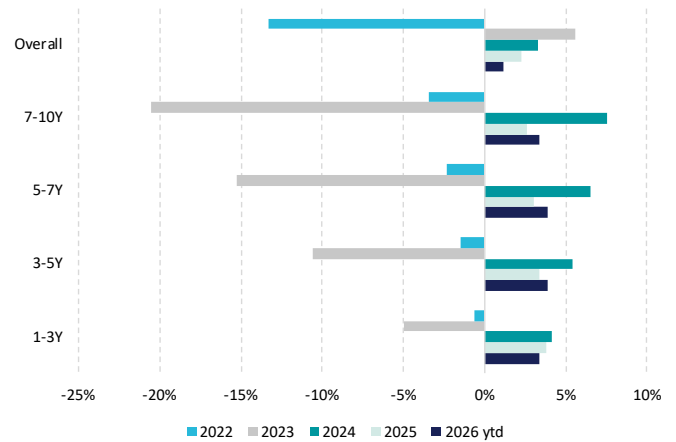
## EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)



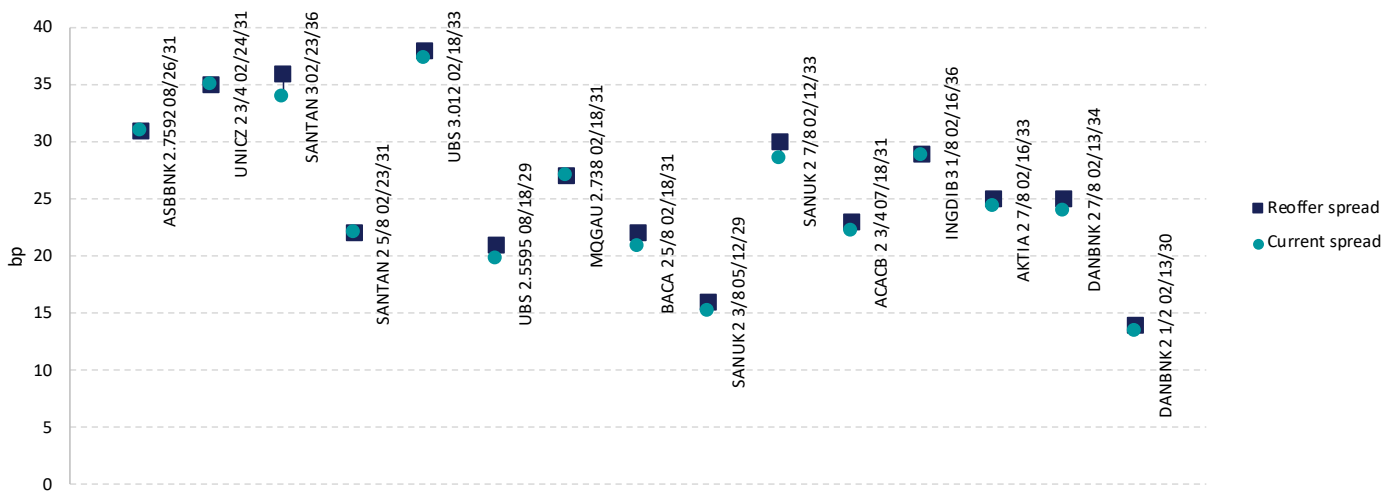
## Spreadveränderung nach Land



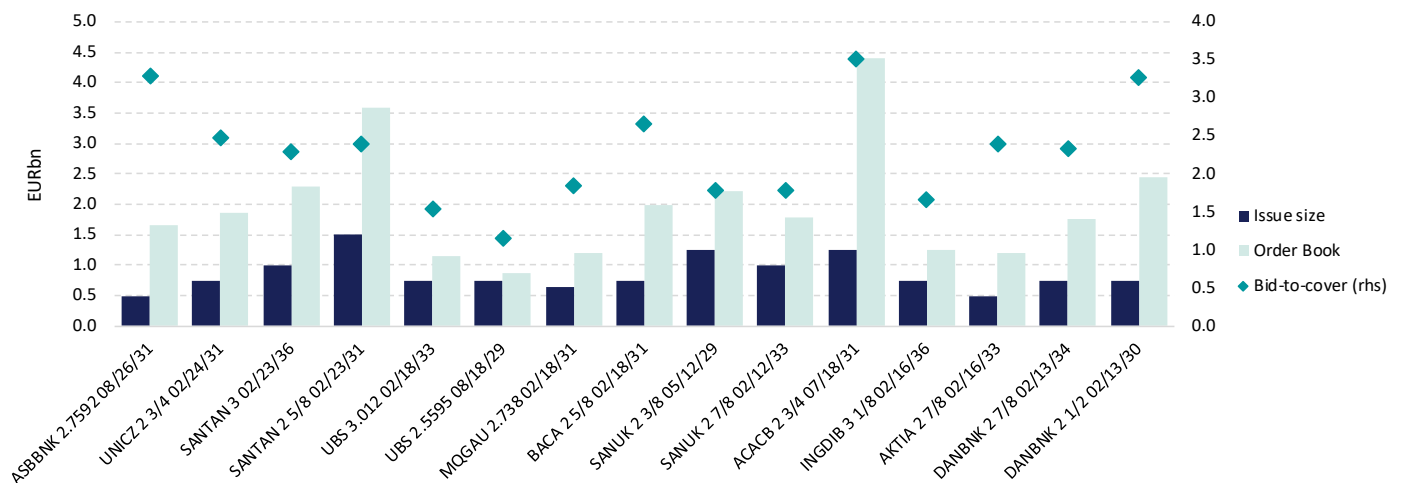
## Covered Bond Performance (Total Return)

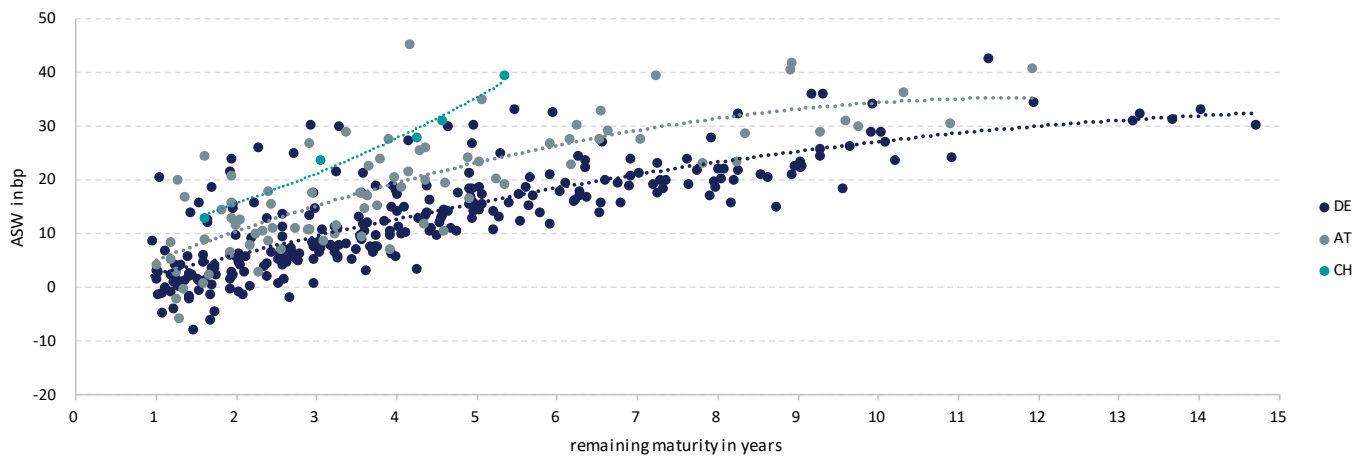
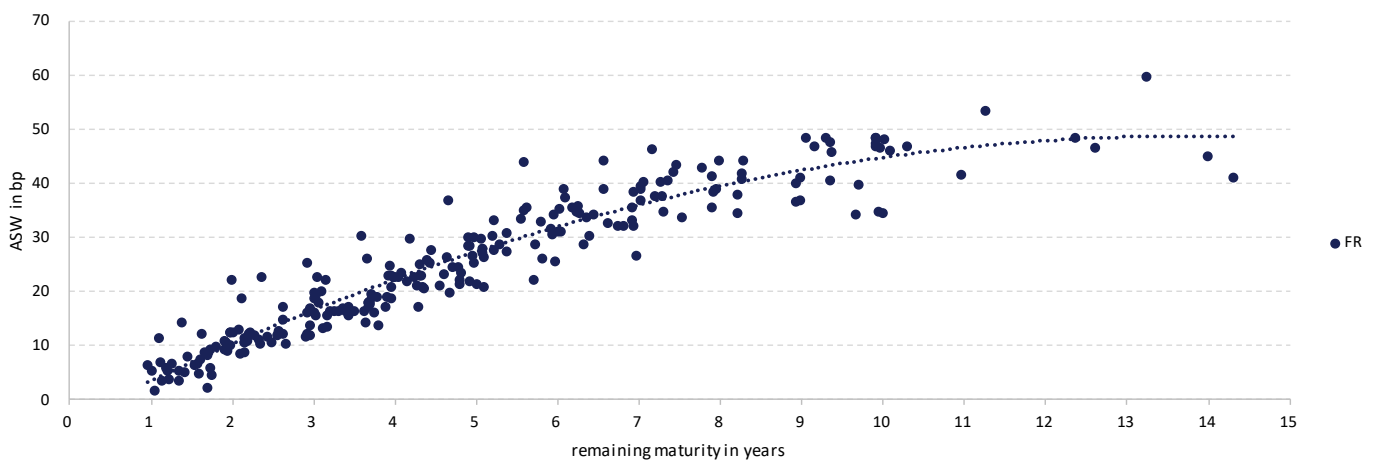
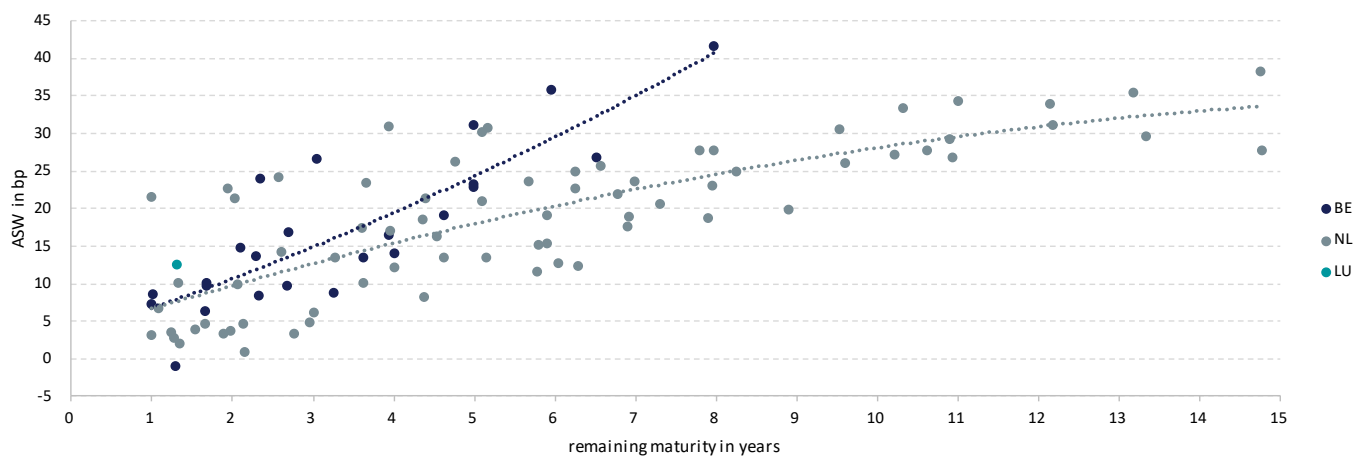


## Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

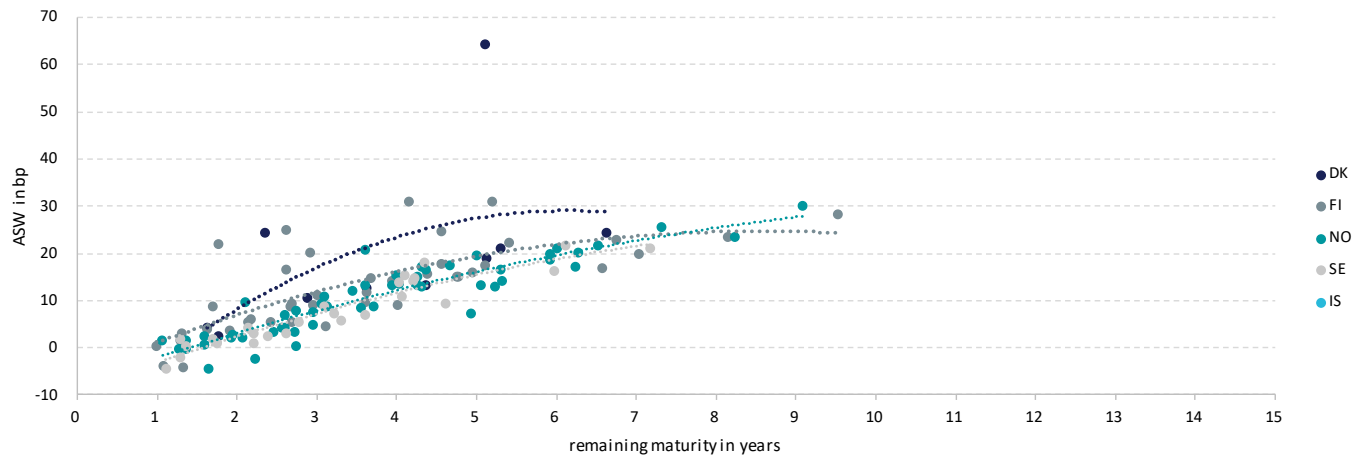


## Orderbücher der letzten 15 Emissionen

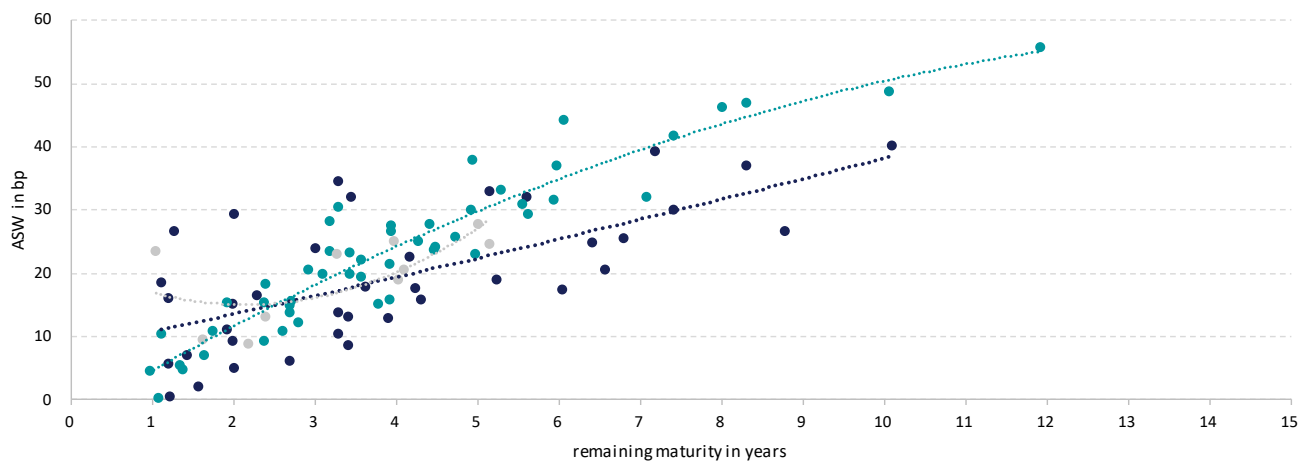


Spreadübersicht<sup>1</sup>DACH   France Benelux   

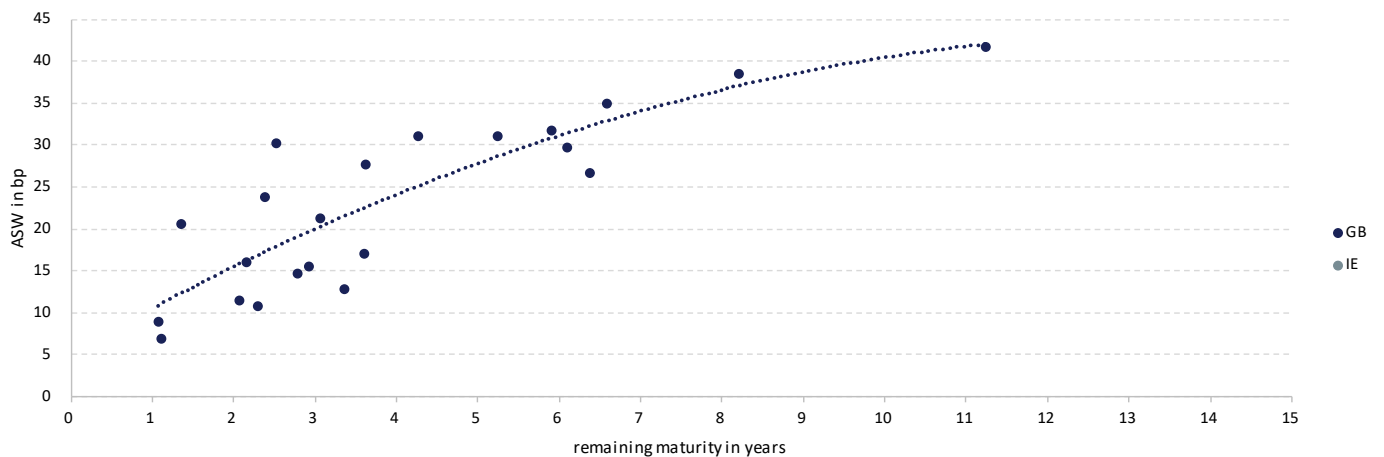
### Nordics



### Southern Europe

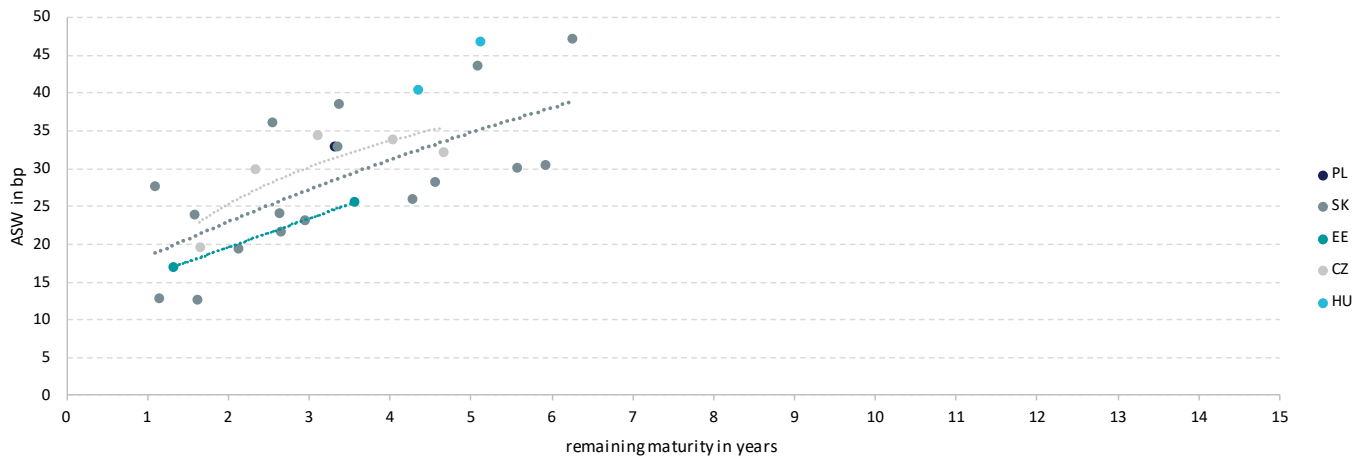


### UK/IE

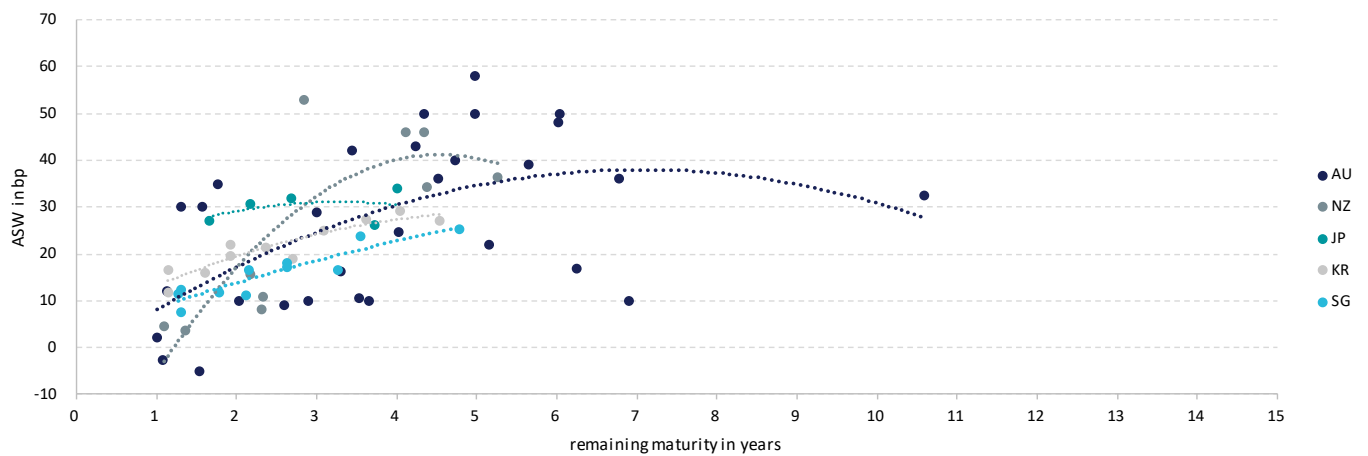




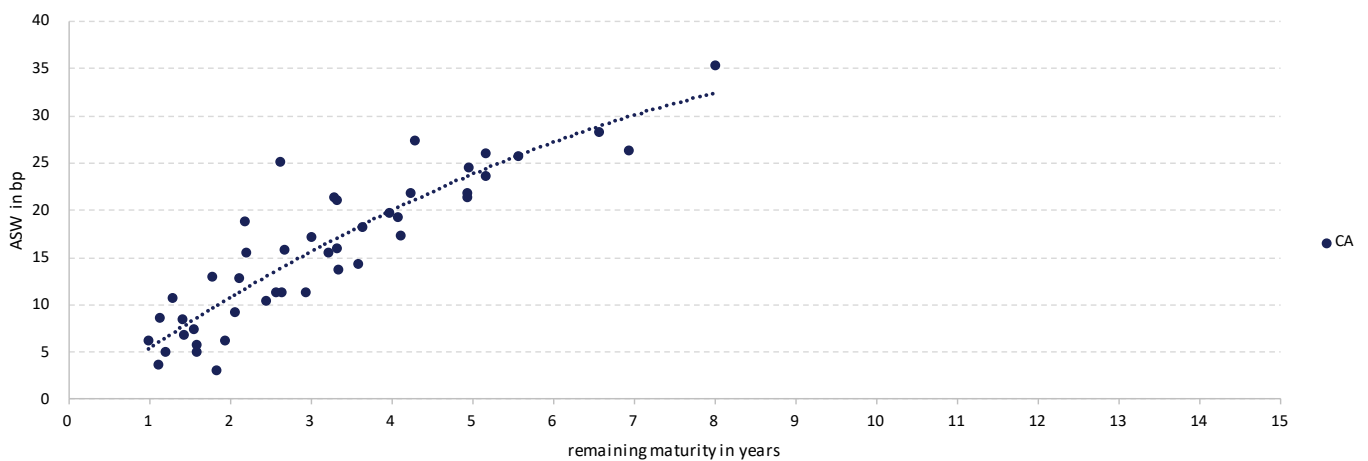
## CEE



## APAC



## North America

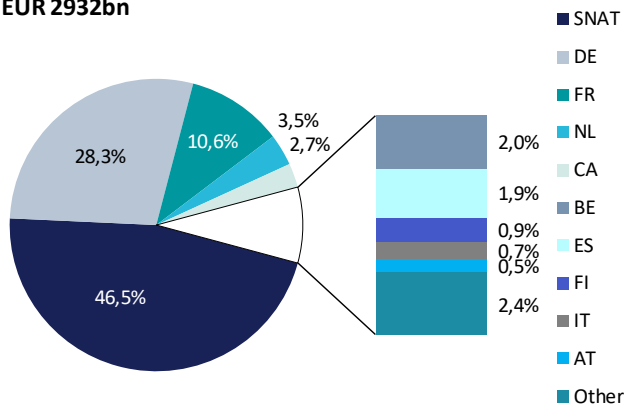


## Charts & Figures

### SSA/Public Issuers

#### Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

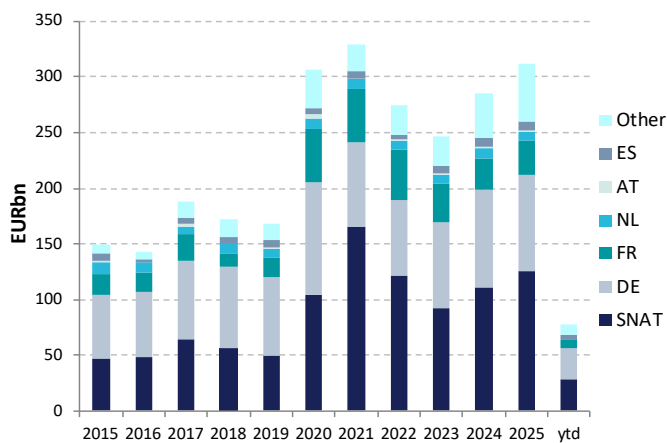
EUR 2932bn



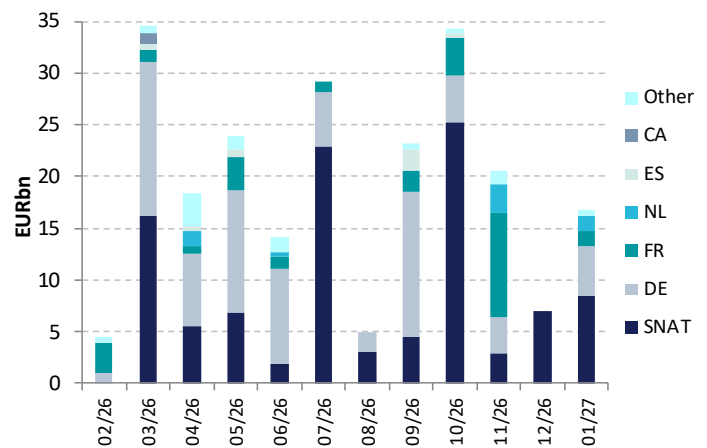
#### Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.364,7	271	5,0	7,5
DE	830,7	625	1,3	5,7
FR	310,8	207	1,5	5,2
NL	102,5	91	1,1	5,9
CA	78,0	68	1,1	6,2
BE	59,8	55	1,1	9,4
ES	54,4	78	0,7	4,8
FI	27,2	28	1,0	3,8
IT	19,4	26	0,7	4,2
AT	14,5	21	0,7	5,0

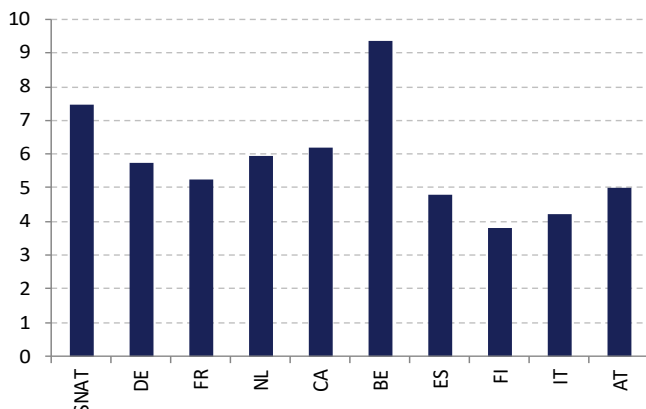
#### EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



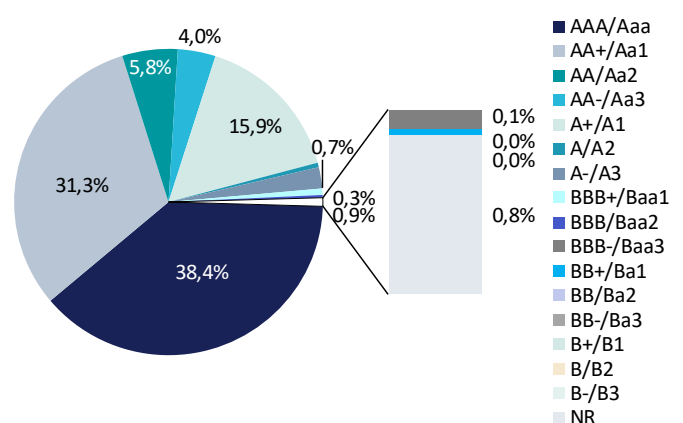
#### EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



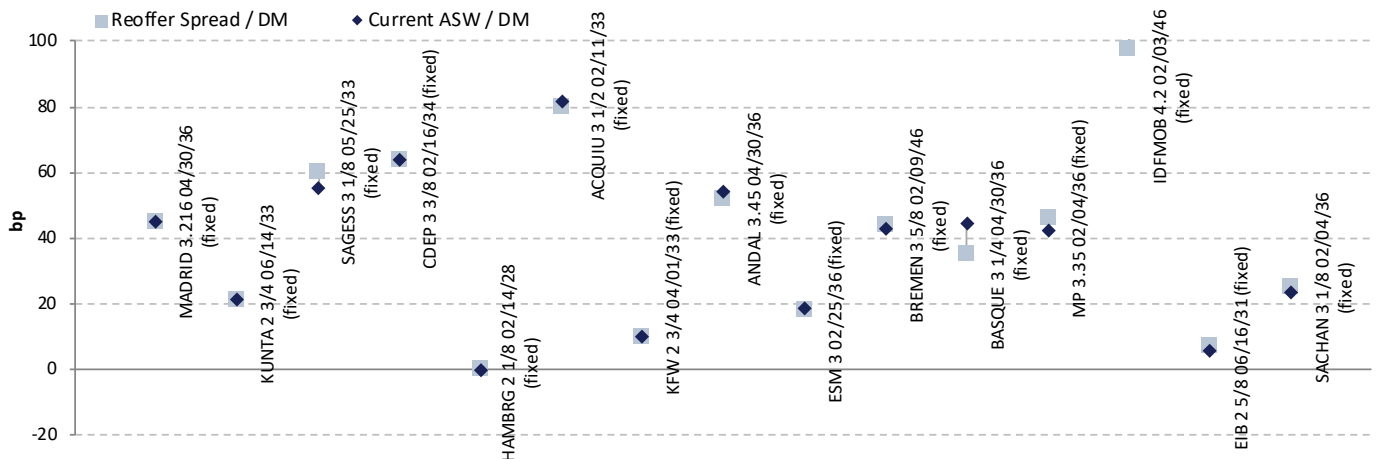
#### Vol. gew. Modified Duration nach Land



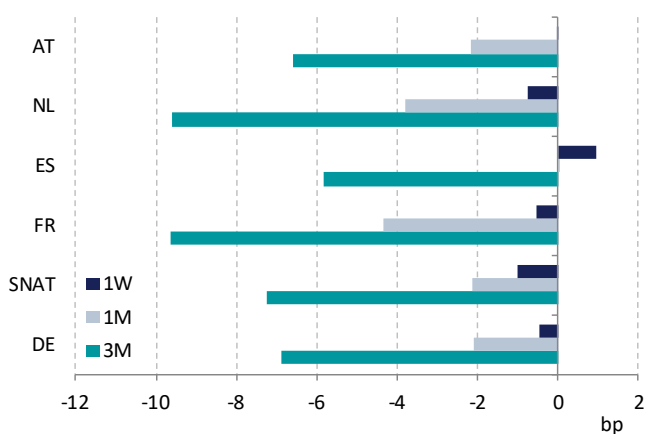
#### Ratingverteilung (volumengewichtet)



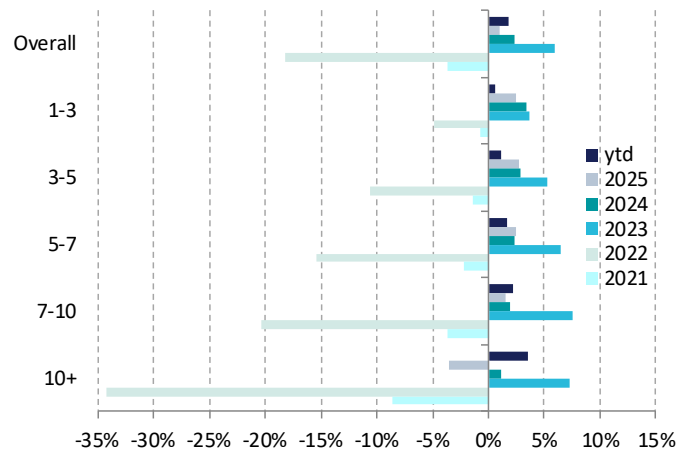
### Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



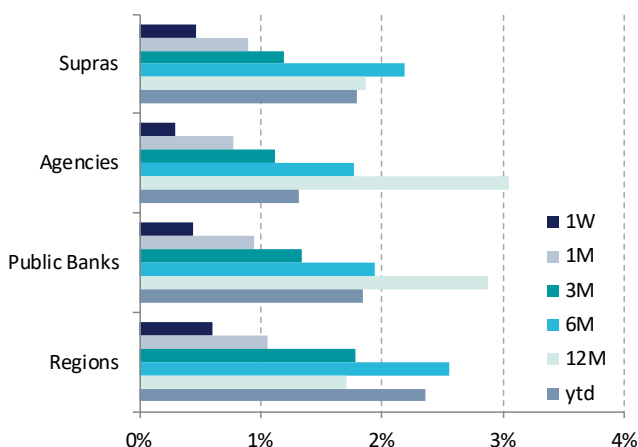
### Spreadentwicklung nach Land



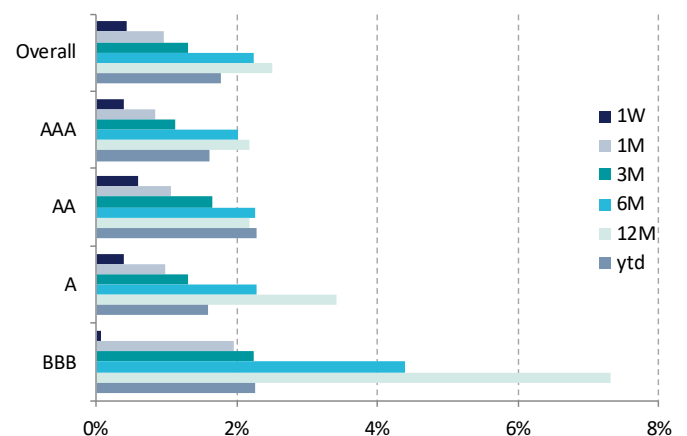
### SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



### SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

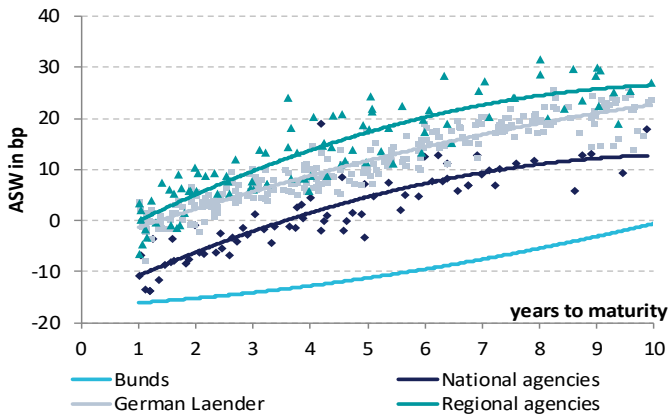


### SSA-Performance nach Rating (Total Return)

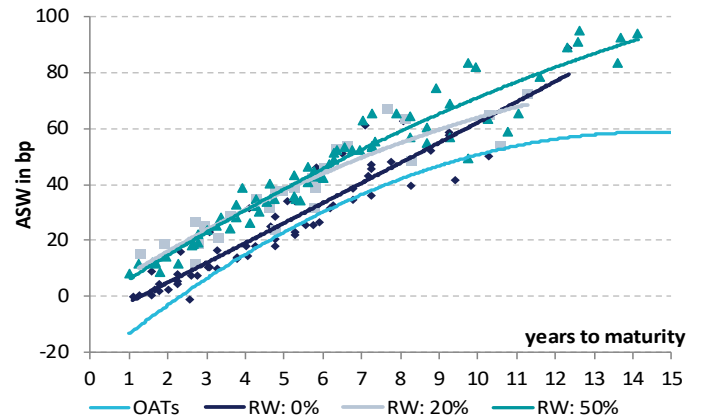


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

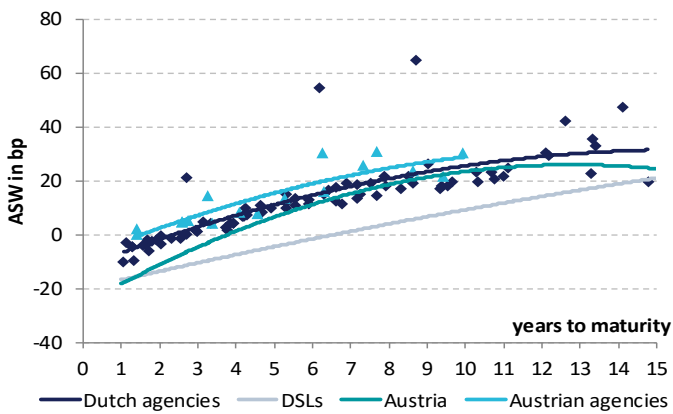
## Germany (nach Segmenten)



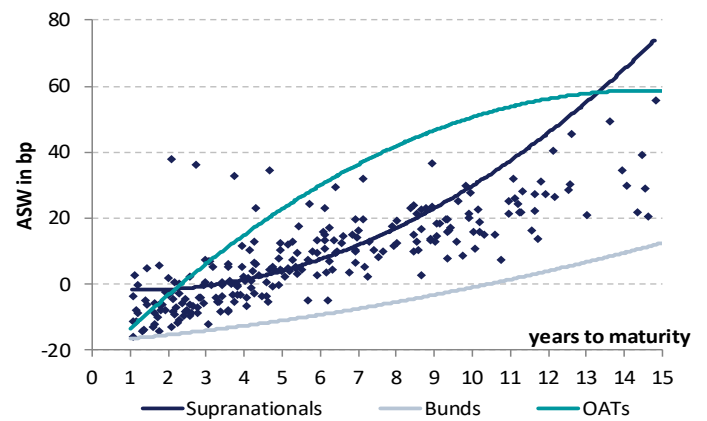
## France (nach Risikogewichten)



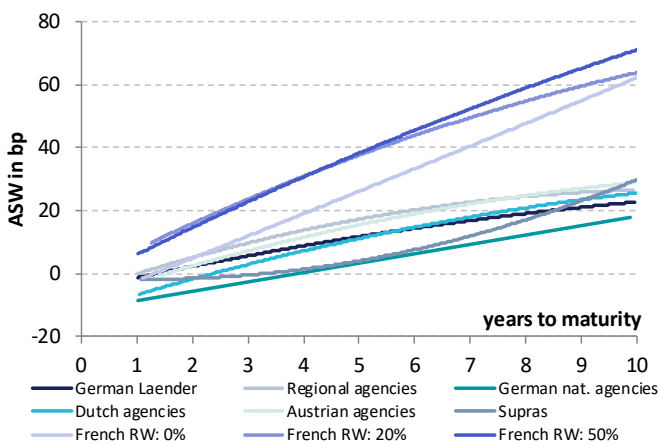
## Netherlands &amp; Austria



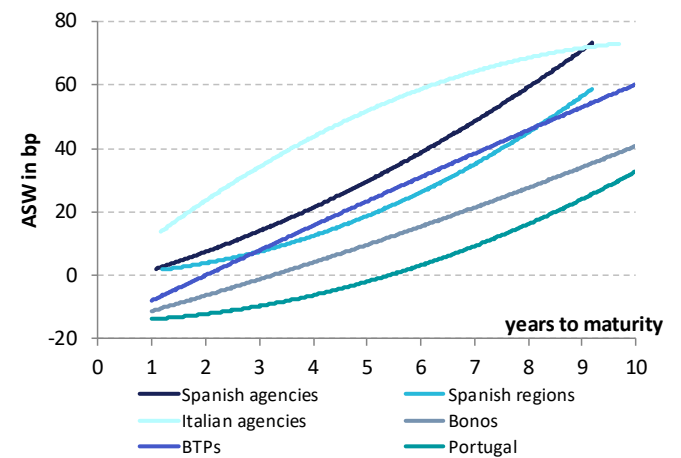
## Supranationals



## Core



## Periphery



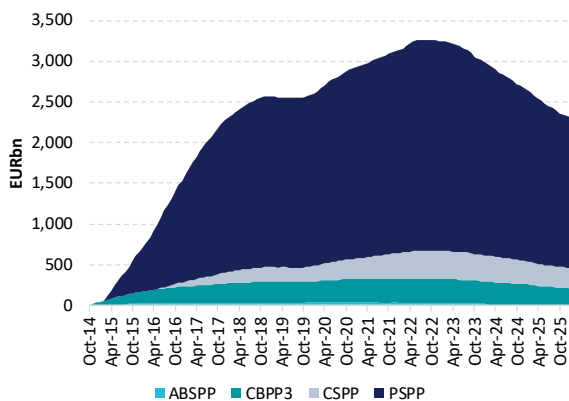
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

## Charts & Figures

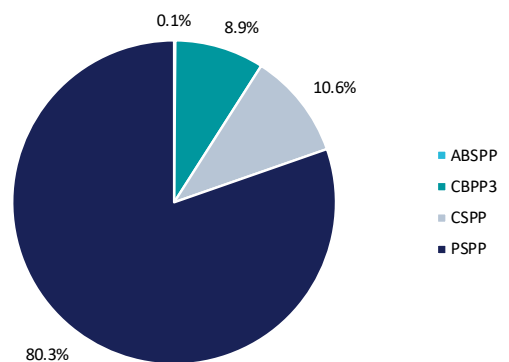
### EZB-Tracker

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

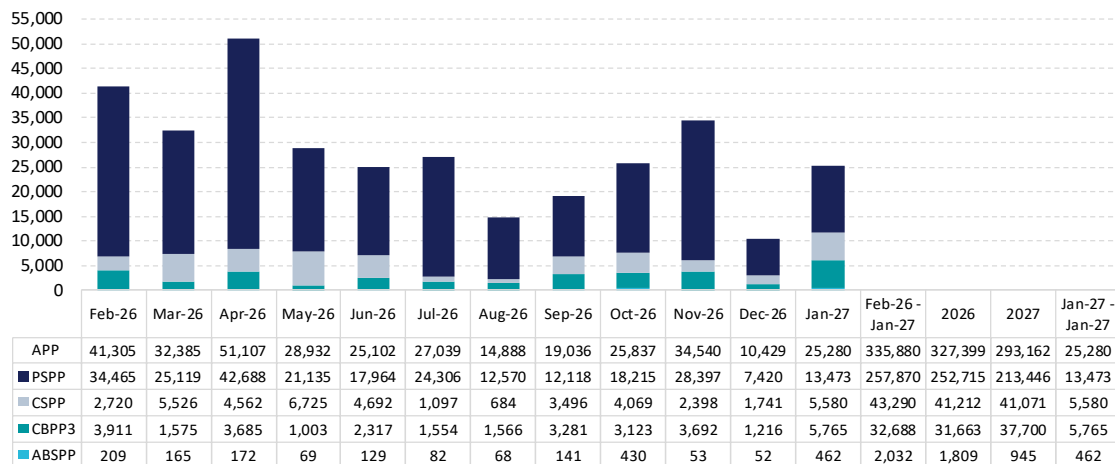
APP: Portfolioentwicklung



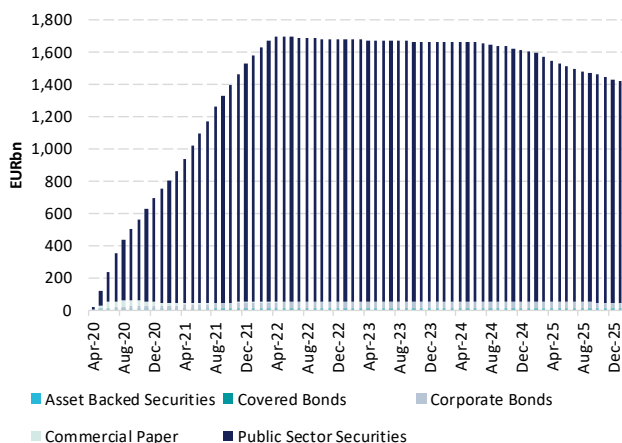
APP: Portfoliostruktur



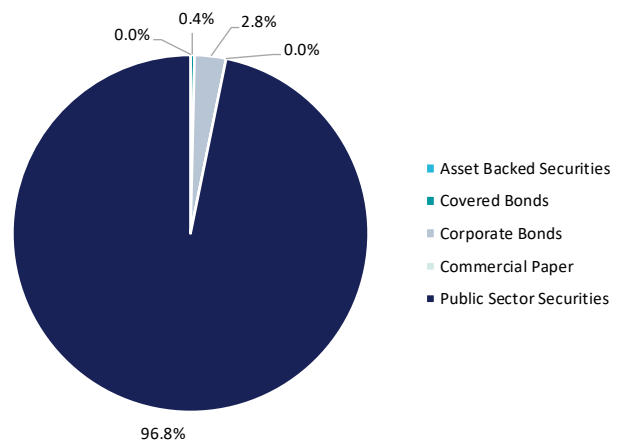
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



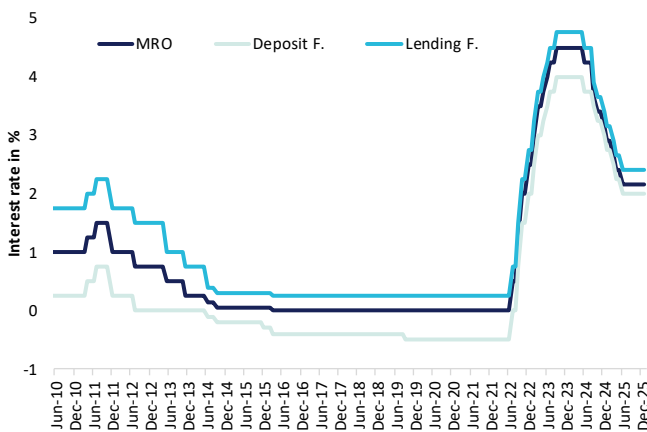
PEPP: Portfoliostruktur



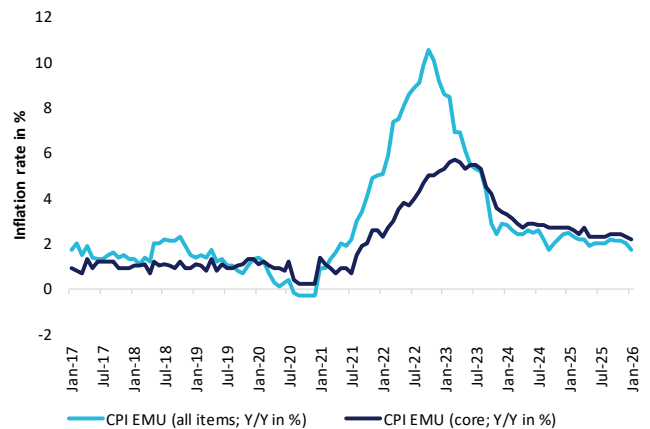
## Charts & Figures

### Cross Asset

#### EZB-Leitzinssätze



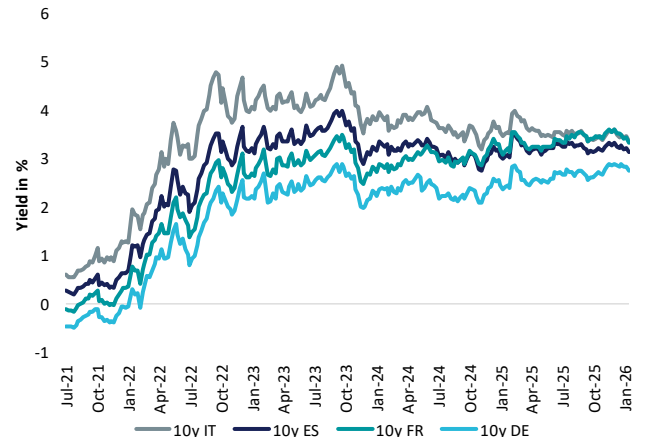
#### Inflationsentwicklung im Euroraum



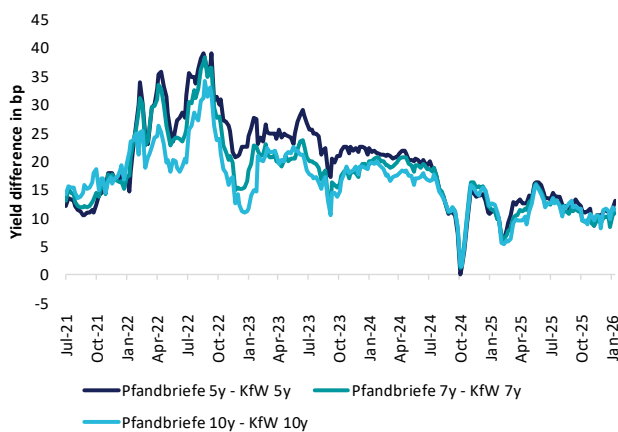
#### Bund-Swap-Spread



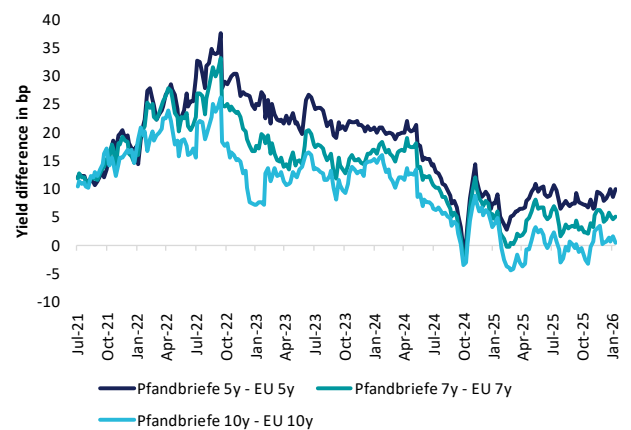
#### Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



#### Pfandbriefe vs. KfW



#### Pfandbriefe vs. EU



## Anhang

### Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<a href="#">04/2026 // 04. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Trägt die Emissionsdynamik auch über den Januar hinaus?</li> <li>Der SSA-Januar ist vorbei - was erwartet uns noch in 2026?</li> </ul>
<a href="#">03/2026 // 28. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CB-Jurisdiktion Österreich im Fokus</li> <li>34. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2025)</li> </ul>
<a href="#">02/2026 // 21. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im SSA-Jahr 2025</li> </ul>
<a href="#">01/2026 // 14. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Jahresrückblick 2025 – Covered Bonds</li> <li>SSA-Jahresrückblick 2025</li> </ul>
<a href="#">43/2025 // 17. Dezember</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross Asset: Niederländische Pensionsfonds im Fokus</li> </ul>
<a href="#">42/2025 // 10. Dezember</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Spreadrelationen im Fokus: Covereds vs. Seniors</li> <li>Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien</li> </ul>
<a href="#">41/2025 // 03. Dezember</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EZB, das große Ganze und vier gewagte Kapitalmarktthesen</li> <li>Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2026</li> <li>SSA-Ausblick 2026: Mehr Schulden, weniger Spielraum?</li> </ul>
<a href="#">40/2025 // 26. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross Asset // Call for evidence: EU-Taxonomie auf dem Prüfstand</li> </ul>
<a href="#">39/2025 // 19. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ein Covered Bond-Blick auf die Nordics</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2025</li> </ul>
<a href="#">38/2025 // 12. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index)</li> <li>Funding kanadischer Provinzen im Überblick</li> </ul>
<a href="#">37/2025 // 05. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Sparkassen als Primärmarktemittenten</li> <li>Region Auvergne-Rhône-Alpes – REGRHO im Fokus</li> </ul>
<a href="#">36/2025 // 29. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Ein Blick auf das EUR-Subbenchmarksegment</li> <li>Kanadische Pensionsfonds am SSA-Markt</li> </ul>
<a href="#">35/2025 // 22. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: ESG-Benchmarksegment am Scheideweg?</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Europäische Supranationals 2025</li> </ul>
<a href="#">34/2025 // 15. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Griechenland: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind?</li> <li>Agencies und Abwicklungsinstrumente nach BRRD</li> </ul>
<a href="#">33/2025 // 08. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Solvency II und Covered Bonds</li> <li>NGEU: Green Bond Dashboard</li> </ul>
<a href="#">32/2025 // 01. Oktober</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Teaser: EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks</li> <li>Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK</li> </ul>
<a href="#">31/2025 // 24. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Ratingansatz von Morningstar DBRS</li> <li>Teaser: Beyond Bundesländer – Großraum Paris (IDF/VDP)</li> </ul>
<a href="#">30/2025 // 03. September</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ein Blick auf den deutschen Bankenmarkt</li> <li>Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals &amp; Agencies</li> </ul>
<a href="#">29/2025 // 27. August</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Ratingansatz von Standard &amp; Poor's</li> <li>Pensionslawine und Kommunalschulden – Länder unter Druck</li> </ul>

**NORD/LB:**  
[Floor Research](#)

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

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

**Bloomberg:**  
 Weekly: [DS NDB <GO>](#)



## 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](#)

[Beyond Bundesländer: Kanadische Provinzen](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

[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](#)

[Issuer Guide – Spanische Agencies 2025](#)

#### Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2025](#)

[EZB-Preview: Personalrochade statt Zinskarussell](#)

# Anhang

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Floor Research



**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

Head of Desk

+49 152 090 24094

[norman.rudschuck@nordlb.de](mailto:norman.rudschuck@nordlb.de)



**Lukas-Finn Frese**

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

[lukas-finn.frese@nordlb.de](mailto:lukas-finn.frese@nordlb.de)



**Lukas Kühne**

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

[lukas.kuehne@nordlb.de](mailto:lukas.kuehne@nordlb.de)



**Tobias Cordes, CIIA**

SSA/Public Issuers

+49 162 760 6673

[tobias.cordes@nordlb.de](mailto: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	<a href="mailto:rm-vs@nordlb.de">rm-vs@nordlb.de</a>
Öffentliche Kunden	<a href="mailto:rm-oek@nordlb.de">rm-oek@nordlb.de</a>

**Disclaimer**

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

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

**Diese Information stellt keine Finanzanalyse i.S.v. Art. 36 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565, sondern eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Marketingmitteilung i.S.v. Art. 36 Abs. 2 dieser Verordnung dar. Vor diesem Hintergrund weist die NORD/LB ausdrücklich darauf hin, dass diese Information nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt.** Ebenfalls stellt diese Information keine Anlageempfehlung bzw. Anlagestrategieempfehlung im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 dar.

Diese Information und die hierin enthaltenen Angaben wurden ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und werden ausschließlich zu Informationszwecken bereitgestellt. Es ist nicht beabsichtigt, dass diese Information einen Anreiz für Investitionstätigkeiten darstellt. Sie wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine individuelle Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten und keine Maßnahme, durch die Finanzinstrumente angeboten oder verkauft werden könnten, darstellt.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen sind Quellen entnommen, die von der NORD/LB für zuverlässig erachtet wurden. Für die Erstellung dieser Information nutzen wir emittentenspezifisch jeweils Finanzdatenanbieter, eigene Schätzungen, Unternehmensangaben und öffentlich zugängliche Medien. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, kann die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Information geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile der Mitarbeiter des Bereichs Floor Research der NORD/LB dar. Veränderungen der Prämissen können einen erheblichen Einfluss auf die dargestellten Entwicklungen haben. Weder die NORD/LB, noch ihre Organe oder Mitarbeiter können für die Richtigkeit, Angemessenheit und Vollständigkeit der Informationen oder für einen Renditeverlust, indirekte Schäden, Folge- oder sonstige Schäden, die Personen entstehen, die auf die Informationen, Aussagen oder Meinungen in dieser Information vertrauen (unabhängig davon, ob diese Verluste durch Fahrlässigkeit dieser Personen oder auf andere Weise entstanden sind), die Gewähr, Verantwortung oder Haftung übernehmen.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Währungskurse, Kursschwankungen der Finanzinstrumente und ähnliche Faktoren können den Wert, Preis und die Rendite der in dieser Information in Bezug genommenen Finanzinstrumente oder darauf bezogener Instrumente negativ beeinflussen. Im Zusammenhang mit Wertpapieren (Kauf, Verkauf, Verwahrung) fallen Gebühren und Provisionen an, welche die Rendite des Investments mindern. Die Bewertung aufgrund der historischen Wertentwicklung eines Wertpapiers oder Finanzinstruments lässt sich nicht zwingend auf dessen zukünftige Entwicklung übertragen.

Diese Information stellt keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung sowie keine Zusicherung dar, dass ein Investment oder eine Strategie für die individuellen Verhältnisse des Empfängers geeignet oder angemessen ist, und kein Teil dieser Information stellt eine persönliche Empfehlung an einen Empfänger der Information dar. Auf die in dieser Information Bezug genommenen Wertpapiere oder sonstigen Finanzinstrumente sind möglicherweise nicht für die persönlichen Anlagestrategien und -ziele, die finanzielle Situation oder individuellen Bedürfnisse des Empfängers geeignet.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Dementsprechend stellen die in dieser Information enthaltenen Inhalte lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Eine vollständige Beschreibung der Einzelheiten von Finanzinstrumenten oder Geschäften, die im Zusammenhang mit dem Gegenstand dieser Information stehen könnten, ist der jeweiligen (Finanzierungs-) Dokumentation zu entnehmen. Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um prospektpflichtige eigene Emissionen der NORD/LB handelt, sind allein verbindlich die für das konkrete Finanzinstrument geltenden Anleihebedingungen sowie der jeweilig veröffentlichte Prospekt der NORD/LB, die insgesamt unter [www.nordlb.de](http://www.nordlb.de) heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

Jedes in dieser Information in Bezug genommene Finanzinstrument kann ein hohes Risiko einschließlich des Kapital-, Zins-, Index-, Währungs- und Kreditrisikos, politischer Risiken, Zeitwert-, Rohstoff- und Marktrisiken aufweisen. Die Finanzinstrumente können einen plötzlichen und großen Wertverlust bis hin zum Totalverlust des Investments erfahren. Jede Transaktion sollte nur aufgrund einer eigenen Beurteilung der individuellen finanziellen Situation, der Angemessenheit und der Risiken des Investments erfolgen.

Die NORD/LB und mit ihr verbundene Unternehmen können an Geschäften mit den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten oder deren Basiswerte für eigene oder fremde Rechnung beteiligt sein, weitere Finanzinstrumente ausgeben, die gleiche oder ähnliche Ausgestaltungsmerkmale wie die der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente haben sowie Absicherungsgeschäfte zur Absicherung von Positionen vornehmen. Diese Maßnahmen können den Preis der in dieser Information dargestellten Finanzinstrumente beeinflussen.

Soweit es sich bei den in dieser Information dargestellten Finanzinstrumenten um Derivate handelt, können diese je nach Ausgestaltung zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses einen aus Kundensicht anfänglichen negativen Marktwert beinhalten. Die NORD/LB behält sich weiterhin vor, ihr wirtschaftliches Risiko aus einem mit ihr abgeschlossenen Derivat mittels eines spiegelbildlichen Gegengeschäfts an Dritte in den Markt abzugeben.

Nähere Informationen zu etwaigen Provisionszahlungen, die im Verkaufspreis enthalten sein können, finden Sie in der Broschüre „Kundeninformation zum Wertpapiergeschäft“, die unter [www.nordlb.de](http://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](http://www.dsgv.de/sicherungssystem).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:**

DIE NORD/LB IST KEINE NACH DEM BANKING ACT 1959 OF AUSTRALIA AUTORISIERTE BANK ODER DEPOSIT TAKING INSTITUTION. SIE WIRD NICHT VON DER AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY BEAUFSICHTIGT.

Die NORD/LB bietet mit dieser Information keine persönliche Beratung an und berücksichtigt nicht die Ziele, die finanzielle Situation oder Bedürfnisse des Empfängers (außer zum Zwecke der Bekämpfung von Geldwäsche).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:**

Die Bewertung individueller Finanzinstrumente auf der Grundlage der in der Vergangenheit liegenden Erträge ist nicht notwendigerweise ein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Empfänger sollten beachten, dass die verlautbarten Zahlen sich auf vergangene Jahre beziehen.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:**

Diese Information stellt keinen Prospekt i.S.d. Dänischen Wertpapierrechts dar und dementsprechend besteht keine Verpflichtung, noch ist es unternommen worden, sie bei der Dänischen Finanzaufsichtsbehörde einzureichen oder von ihr genehmigen zu lassen, da diese Information (i) nicht im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt i.S.d. Dänischen Wertpapierhandelsgesetzes oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist oder (ii) im Zusammenhang mit einem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren in Dänemark oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem regulierten Markt unter Berufung auf einen oder mehrere Ausnahmetatbestände von dem Erfordernis der Erstellung und der Herausgabe eines Prospekts nach dem Dänischen Wertpapierhandelsgesetz oder darauf erlassenen Durchführungsverordnungen erstellt worden ist.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:**

Es ist empfehlenswert, alle Geschäfts- und Vertragsbedingungen der von der NORD/LB angebotenen Dienstleistungen genau zu prüfen. Falls notwendig, sollten sich Empfänger dieser Information mit einem Fachmann beraten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:**

Die in dieser Information beschriebenen Finanzprodukte dürfen, direkt oder indirekt, Einwohnern der Republik Finnland oder in der Republik Finnland nicht angeboten oder verkauft werden, es sei denn in Übereinstimmung mit den anwendbaren Finnischen Gesetzen und Regelungen. Speziell im Falle von Aktien dürfen diese nicht, direkt oder indirekt, der Öffentlichkeit angeboten oder verkauft werden – wie im Finnischen Wertpapiermarktgesetz (746/2012, in der gültigen Fassung) definiert.

Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:**

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich. Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L544-1 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 Warendermingeschäfte dar. Wenngleich die in dieser Information enthaltenen tatsächlichen Angaben und Informationen Quellen entnommen sind, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich erachten, übernehmen wir keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser tatsächlichen Angaben und Informationen.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:**

Diese Information wurde allein für Informationszwecke im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Produkten erstellt und ist unter keinen Umständen als ein öffentliches Angebot oder als ein sonstiges (direktes oder indirektes) Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren in einer Provinz oder einem Territorium Kanadas zu verstehen. Keine Finanzmarktaufsicht oder eine ähnliche Regulierungsbehörde in Kanada hat diese Wertpapiere dem Grunde nach bewertet oder diese Information überprüft und jede entgegenstehende Erklärung stellt ein Vergehen dar. Mögliche Verkaufsbeschränkungen sind ggf. in dem Prospekt oder anderer Dokumentation des betreffenden Produktes enthalten.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:**

Diese Information wurde Ihnen kostenfrei und lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Alle in der Information enthaltenen Inhalte sind Sachinformationen und spiegeln somit weder die Meinung noch die Beurteilung der NORD/LB wider. Die in der Information enthaltenen Informationen dürfen somit nicht als Angebot, Vermarktung, Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes oder Anlageberatung hinsichtlich der in der Information erwähnten Anlageprodukte ausgelegt werden.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:**

Unter keinen Umständen stellt diese Information ein individuelles Angebot zum Kauf oder zur Ausgabe oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Abnahme von Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen in Luxemburg dar.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:**

Die NORD/LB ist keine in Neuseeland registrierte Bank. Diese Information stellt lediglich eine allgemeine Information dar. Sie berücksichtigt nicht die finanzielle Situation oder Ziele des Empfängers und ist kein persönlicher Finanzberatungsservice („personalized financial adviser service“) gemäß dem Financial Advisers Act 2008.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:**

Der Wert Ihres Investments kann schwanken. Erzielte Gewinne in der Vergangenheit bieten keinerlei Garantie für die Zukunft. (De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst).

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:**

Keine der in dieser Information enthaltenen Informationen stellt eine Aufforderung oder ein Angebot der NORD/LB oder mit ihr verbundener Unternehmen dar, Wertpapiere, Terminprodukte oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen oder an irgendeiner Anlagestrategie zu partizipieren. Nur der veröffentlichte Prospekt gemäß dem Österreichischen Kapitalmarktgesetz kann die Grundlage für die Investmententscheidung des Empfängers darstellen. Aus Regulierungsgründen können Finanzprodukte, die in dieser Information erwähnt werden, möglicherweise nicht in Österreich angeboten werden und deswegen nicht für Investoren in Österreich verfügbar sein. Deswegen kann die NORD/LB ggf. gehindert sein, diese Produkte zu verkaufen bzw. auszugeben oder Anfragen zu akzeptieren, diese Produkte zu verkaufen oder auszugeben, soweit sie für Investoren mit Sitz in Österreich oder für Mittelsmänner, die im Auftrag solcher Investoren handeln, bestimmt sind.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:**

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

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

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

NORD/LB hat die vorliegende Information mit einer angemessenen Sorgfalt erstellt und vertraut darauf, dass die enthaltenen Informationen am Veröffentlichungsdatum verlässlich und geeignet sind. Es wird jedoch keine Zusicherung oder Garantie für Genauigkeit oder Vollständigkeit gegeben. In dem Maß, in dem die NORD/LB ihre Sorgfaltspflicht als guter Verwalter ausübt wird keine Verantwortung für Fehler, Versäumnisse oder Unrichtigkeiten in der Information übernommen. Die NORD/LB garantiert keine 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 Prospektspflicht gemäß der EU Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129) und kein Angebot von Wertpapieren erfolgt gegenüber Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion, in der ein solches Angebot vollständig oder teilweise rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:**

Diese Information wurde nicht von der Bundesbankenkommission (übergegangen in die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA am 01.01.2009) genehmigt. Die NORD/LB hält sich an die Vorgaben der Richtlinien der Schweizer Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (in der jeweils gültigen Fassung). Diese Information stellt keinen Ausgabeprospekt gemäß Art. 652a oder Art. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts dar. Diese Information wird allein zu Informationszwecken über die in dieser Information erwähnten Produkte veröffentlicht. Die Produkte sind nicht als Bestandteile einer kollektiven Kapitalanlage gemäß dem Bundesgesetz über Kollektive Kapitalanlagen (CISA) zu qualifizieren und unterliegen daher nicht der Überwachung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:**

Diese Information richtet sich ausschließlich an zugelassene Anleger („Accredited Investors“) oder institutionelle Anleger („Institutional Investors“) gemäß dem Securities and Futures Act in Singapur. Diese Information ist lediglich zur allgemeinen Verbreitung gedacht. Sie stellt keine Anlageberatung dar und berücksichtigt nicht die konkreten Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse des Empfängers. Die Einholung von Rat durch einen Finanzberater („financial adviser“) in Bezug auf die Geeignetheit des Investmentproduktes unter Berücksichtigung der konkreten Anlageziele, der finanziellen Situation oder der besonderen Bedürfnisse des Empfängers wird empfohlen, bevor der Empfänger sich zum Erwerb des Investmentproduktes verpflichtet.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:**

Es gibt keine Garantie dafür, den investierten Betrag zurückzuerhalten. Erträge in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Wert der Investments kann steigen oder sinken. Die in dieser Information enthaltenen Informationen werden nur auf einer unverbindlichen Basis angeboten und der Autor übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit des Inhalts.

**Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:**

Die NORD/LB unterliegt einer teilweisen Regulierung durch die „Financial Conduct Authority“ (FCA) und die „Prudential Regulation Authority“ (PRA). Details über den Umfang der Regulierung durch die FCA und die PRA sind bei der NORD/LB auf Anfrage erhältlich. Diese Information ist „financial promotion“. Empfänger im Vereinigten Königreich sollten wegen möglicher Fragen die Londoner Niederlassung der NORD/LB, Abteilung Investment Banking, Telefon: 0044 / 2079725400, kontaktieren. Ein Investment in Finanzinstrumente, auf die in dieser Information Bezug genommen wurde, kann den Investor einem signifikanten Risiko aussetzen, das gesamte investierte Kapital zu verlieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:**

Diese Information stellt eine Analyse i.S.d. Abschnitts über Begriffsbestimmungen der Zypriotischen Richtlinie D1444-2007-01 (Nr. 426/07) dar. Darüber hinaus wird diese Information nur für Informations- und Werbezwecke zur Verfügung gestellt und stellt keine individuelle Aufforderung oder Angebot zum Verkauf, Kauf oder Zeichnung eines Investmentprodukts dar.

**Redaktionsschluss:** 18. Februar 2026 (08:36 Uhr)