



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	6
CEE-Region: Wachsende Covered Bond-Märkte	10
Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies	16
Charts & Figures	
Covered Bonds	26
SSA/Public Issuers	32
EZB-Tracker	35
Cross Asset	36
Ausgaben im Überblick	37
Publikationen im Überblick	38
Ansprechpartner in der NORD/LB	39

Flooranalysten:

Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Head of Desk

norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

lukas.kuehne@nordlb.de

Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

lukas-finn.frese@nordlb.de

Tobias Cordes, CIIA

SSA/Public Issuers

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: Emissionsdynamik lässt etwas nach; ESG-Bonds im Aufwind

In den letzten fünf Handelstagen verlor die Emissionsdynamik am Primärmarkt im Vergleich zu den Vorwochen leicht an Schwung, eine echte Emissionspause stellte sich aber auch vor dem Hintergrund des Urteils des Supreme Courts zur Zollpolitik der USA nicht ein. So konnten im Betrachtungszeitraum insgesamt sechs EUR-Benchmarks im Volumen von EUR 4,8 Mrd. erfolgreich am Markt platziert werden. Die Emittenten präferierten für Neuemissionen Laufzeiten zwischen sieben und acht Jahren, was unserer Einschätzung nach auch von vielen Emittenten als Sweetspot angesehen wird. Darüber hinaus gingen gleich drei Emittenten mit Deals in einem der beiden Nachhaltigkeitsformate Green bzw. Social auf die Investoren am Primärmarkt zu und erhöhten die bis dahin eher geringe Anzahl an ESG-Deals in diesem Jahr deutlich. Die zweite ESG-Benchmark in diesem Jahr platzierte die SR-Boligkredit am 18. Februar mit einem Green Covered Bond im Volumen von EUR 1,0 Mrd. Für das identische Volumen entschied sich am selben Tag auch die Banco BPM (vgl. [Issuer View](#)) für ihren sechsjährigen Covered Bond. Der Deal des italienischen Emittenten stieß auf ein hohes Investoreninteresse, sodass der Spread gegenüber der Guidance um acht Basispunkte auf ms +34bp reduziert werden konnte. Zum Wochenabschluss zeigte sich am vergangenen Freitag (20. Februar) die Caisse Française de Financement Local (CAFFIL) mit ihrer zweiten EUR-Benchmark in diesem Jahr am Markt aktiv. Die Franzosen platzierten nach Abschluss der Vermarktungsphase ihren Covered Bond im sozialen Format (8,0y) bei einem Reoffer-Spread von ms +40bp. Mit dem Start in die neue Handelswoche gingen die Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) und die Iccrea Banca mit ihren ersten Primärmarktdeals in diesem Jahr auf die Investoren zu. Beide entschieden sich für eine finale Size ihres Deals von EUR 500 Mio. Das Trio der ESG-Emissionen komplettierte am gestrigen Tag die Korea Housing Finance (KHFC) mit ihrem ersten grünen Covered Bond, nachdem der Emittent zuvor ausschließlich gedeckte Anleihen im sozialen Format emittiert hatte. Final konnte die Bank frische Ware im Volumen von EUR 800 Mio. bei einem Reoffer-Spread von ms +29bp platzieren.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
KHFC	KR	24.02.	XS3284973107	5.0y	0.80bn	ms +29bp	- / Aaa / AAA	X
Iccrea Banca	IT	23.02.	IT0005697591	7.0y	0.50bn	ms +37bp	- / Aa2 / -	-
LBBW	DE	23.02.	DE000LB4XE11	8.0y	0.50bn	ms +22bp	- / Aaa / -	-
CAFFIL	FR	20.02.	FR0014016LD1	8.0y	1.00bn	ms +40bp	- / Aaa / -	X
Banco BPM	IT	18.02.	IT0005696668	6.0y	1.00bn	ms +34bp	- / Aa2 / -	-
SR-Boligkredit	NO	18.02.	XS3305169255	7.0y	1.00bn	ms +22bp	- / Aaa / -	X

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

Sekundärmarkt: Performance von geringerer Nachfrage stark limitiert

Die Neuemissionen werden weiterhin vorwiegend nahe ihres Fair Values bepreist. Bei geringer Nachfrage ist die Sekundärmarktpformance der frisch platzierten Deals hingegen stark begrenzt, bis nicht vorhanden. Der Fokus der Nachfrage scheint aktuell auf Covered Bonds aus Kerneuropa zu liegen, dabei konzentriert sich die Nachfrageseite eher auf die kürzeren Laufzeiten. Insgesamt notiert das Transaktionsvolumen auf einem sehr niedrigen Niveau.

Moody's: Covered Bonds profitieren in Italien und Spanien vom Sovereign Rating Upgrade der jeweiligen Zentralstaaten

Zwei aktuelle Analysen von Moody's zeigen, dass sowohl Italien als auch Spanien in den letzten Jahren deutliche makroökonomische Fortschritte erzielen konnten – und voraussichtlich auch künftig werden. In beiden Ländern haben verbesserte wirtschaftliche Fundamentaldaten, sinkende Arbeitslosigkeit und gestärkte Bankensysteme zu substanziellem Rückenwind für strukturierte Finanzierungen und Covered Bonds geführt. In Italien wurde das Sovereign Rating am 21. November 2025 von Baa3 auf Baa2 heraufgestuft. Moody's führt diese Verbesserung insbesondere auf politische Stabilität, die fortschreitende Umsetzung des National Recovery and Resilience Plans (NRRP), die erwartete Konsolidierung der Staatsfinanzen sowie eine sinkende Arbeitslosigkeit zurück. Parallel dazu wurde das italienische Country Ceiling auf Aa2 angehoben, was die maximal erreichbaren Ratings für zahlreiche strukturierte Finanzierungen verbesserte. Diese Aufwertung führte zu umfangreichen Ratingverbesserungen über mehrere Assetklassen hinweg. Auch Spanien konnte seine Bonität erheblich verbessern: Am 26. September 2025 wurde das Staatsrating von Baa1 auf A3 angehoben, begleitet von einer Erhöhung des Country Ceilings auf Aaa. Diese Veränderungen spiegeln ein robusteres und diversifizierteres Wachstumsmodell, ein deutlich verbessertes Arbeitsmarktumfeld sowie eine nochmals gefestigte Bankenlandschaft wider. Die wirtschaftliche Dynamik Spaniens liegt laut Moody's über dem EU-Durchschnitt, sowie die verbesserte Fähigkeit spanischer Haushalte und Unternehmen zur Schuldentilgung führten zu einer deutlichen Reduktion von erwarteten Verlusten bei RMBS und Verbriefungen. Besonders deutlich fällt die Parallele im Bereich der Covered Bonds aus: In beiden Südländern gehören die aktivsten Emittenten zu den größten nationalen Bankinstituten. Moody's betont, dass die gestärkte Bonität dieser Banken maßgeblich zur höheren Kreditqualität der Covered Bond-Programme beiträgt. In Italien erreichten sämtliche von Moody's bewerteten Programme das Rating Aa2, das durch das neue Country Ceiling begrenzt wird. Die Fundamentaldaten der Deckungsstöcke blieben stabil, sodass alle Covered Bond-Programme auch nach dem Ratingupgrade die höheren Übersicherungsanforderungen erfüllen, die eine Ratingeinstufung von Aa2 erfordert. Die stärkere Bonität der Banken reduzierte zugleich die Wahrscheinlichkeit eines Emittentenausfalls, wodurch ein Rückgriff auf die Deckungswerte unwahrscheinlicher wird. In Spanien erhielten 19 Covered Bond-Programme das Höchststrating Aaa von Moody's. Neben der gestiegenen Emittentenbonität führte die spürbar verbesserte Ratingeinstufung zu geringeren Refinanzierungskosten, was Moody's durch die Absenkung der modellierten Refinanzierungsmargen berücksichtigt hat. Zudem stärkte eine methodische Anpassung die Position öffentlicher Deckungsstöcke, da die minimal anzusetzenden Verluste in staatlichen Portfolios von 50% auf 25% reduziert wurden. Die Mehrheit spanischer Covered Bond-Programme erreichte dadurch das höchste Ratingniveau, was den strukturellen und regulatorischen Rückhalt des Marktes unterstreicht. Insgesamt ergibt sich ein konsistentes Bild: Die verbesserten makroökonomischen Rahmenbedingungen in Italien und Spanien stützen nicht nur die staatliche Finanzlage, sondern entfalten spürbare, breit gefächerte positive Effekte auf strukturierte Finanzierungen und insbesondere auf Covered Bonds. Beide Märkte zeichnen sich durch starke Emittenten, stabile Deckungsstöcke und eine verbesserte volkswirtschaftliche Widerstandsfähigkeit aus. Moody's macht deutlich, dass diese Entwicklungen nachhaltig wirken und die Grundlage für langfristig stabile Kreditprofile in beiden südeuropäischen Staaten bilden.

Scope: Stabiler Ausblick für spanischen Bankensektor in 2026

Spanische Banken gehen nach Einschätzung einer aktuellen Analyse von Scope Ratings mit einem stabilen Ausblick in das Jahr 2026. Die Agentur führt dies auf ein insgesamt günstiges wirtschaftliches Umfeld zurück, das durch solide Wachstumsimpulse, niedrige Zinsen und gesunde Haushalts- und Unternehmensbilanzen geprägt ist. Vor diesem Hintergrund erwartet Scope, dass die Institute weiterhin robuste Ergebnisse erzielen werden und ihre Ertragskraft im europäischen Vergleich überdurchschnittlich bleibt. Die Agentur betont, dass sich die Nettozinserträge stabilisieren dürften, da die Neubewertung der Kreditbücher weitgehend abgeschlossen sei und gleichzeitig die Kreditvergabe wieder anziehe, die Refinanzierungskosten moderat blieben und die Einnahmen aus Gebühren und Provisionen weiter zulegen sollten. Unterstützt werde die Profitabilität zudem durch eine im europäischen Vergleich überdurchschnittliche operative Effizienz und niedrige Beiträge zur Risikovorsorge. Auch die Qualität der Assets der spanischen Banken dürfte im Jahr 2026 stabil bleiben. Problemdarlehen würden sich auf niedrigen Niveaus bewegen, da die Bilanzen der Banken in den vergangenen Jahren gestärkt wurden, die private Verschuldung gering sei und die wirtschaftliche Lage insgesamt günstig bliebe. Banken verfügen weiterhin über solide Risikovorsorgestrukturen, die Belastungen ggf. abfedern. Der Bericht weist jedoch darauf hin, dass geopolitische Unsicherheiten ein potenzielles Abwärtsrisiko darstellen könnten, da sie abrupten Marktverwerfungen oder einem Dämpfer der Kreditqualität Vor Schub leisten könnten. Gleichzeitig beobachtet Scope Risiken im Wohnimmobilienmarkt: Die Hauspreise steigen weiter und die Erschwinglichkeit nehme spürbar ab, obwohl die Verschuldung der privaten Haushalte im Vergleich zu früheren Kreditzyklen weiterhin moderat sei und die Banken nur begrenzte Engagements bei Bauträgern halten. Im Bereich der Finanzierung geht Scope davon aus, dass die Banken ihre solide Liquiditäts- und Refinanzierungsstruktur beibehalten können. Das Wachstum der Kundeneinlagen wird voraussichtlich mit der steigenden Kreditvergabe Schritt halten, sodass die Loan-to-Deposit-Ratios weiterhin unter 100% bleiben. Der Bedarf an zusätzlicher Kapitalmarktrefinanzierung sei begrenzt, da sich dieser vor allem auf die Erfüllung regulatorischer MREL-Anforderungen beschränke. Entsprechend rechnen wir für das Jahr 2026 mit einem schrumpfenden Covered Bond-Markt in Spanien. Dem prognostizierten Neuemissionsvolumen von EUR 5,0 Mrd. stehen Fälligkeiten in Höhe von EUR 7,5 Mrd. gegenüber, was einem Nettoneuemissionsvolumen von EUR -2,5 Mrd. entsprechen würde. Gleichzeitig rechnen die Experten damit, dass die Institute ihre Kapitalpuffer oberhalb der Mindestanforderungen wahren können. Starke Erträge und gezielte Kapitaloptimierungsmaßnahmen unterstützen die Entwicklung der Kapitalquoten, auch wenn hohe Ausschüttungen an die Aktionäre einem deutlichen Anstieg der Kernkapitalquoten entgegenwirken dürften. Scope sieht auch im Konsumentenkreditsegment potenzielle Risiken, da dieses schneller wächst als die übrige Kreditvergabe. Dennoch bleibe das Risiko derzeit begrenzt, da die entsprechenden Portfolios noch vergleichsweise klein seien und auf niedrigen Ausgangsniveaus wachsen. In Kombination mit dem insgesamt moderaten Verschuldungsgrad privater Haushalte und einer zurückhaltenden Kreditvergabe an Bauträger unterscheiden sich die heutigen Marktbedingungen deutlich von den Mustern früherer Immobilienzyklen. Insgesamt beschreibt Scope ein widerstandsfähiges spanisches Bankensystem, das auf soliden fundamentalen Kreditkennzahlen aufbaut, von einer robusten binnenwirtschaftlichen Lage profitiert und nur moderaten Risiken ausgesetzt ist. Die Institute verfügen über stabile Finanzierungsprofile, stetige Ertragsquellen und eine robuste Vermögensqualität, sodass sie im Jahr 2026 voraussichtlich weiterhin überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen und sich gleichzeitig in einem herausfordernden geopolitischen Umfeld behaupten können.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

Rheinland-Pfalz: Vorläufiger Abschluss des Landeshaushalts 2025

Das Land Rheinland-Pfalz (Ticker: RHIPAL) hat das Haushaltsjahr 2025 dank einer Entnahme aus der Haushaltssicherungsrücklage i.H.v. EUR 465 Mio., die v.a. zum Ausgleich von Tilgungsverpflichtungen infolge der Konjunkturkomponente sowie der vom Land übernommenen Liquiditätskredite der Kommunen diente, laut vorläufigem Ergebnis nahezu ausgeglichen abgeschlossen. Demnach beliefen sich die Steuereinnahmen des Sub-Sovereigns in 2025 auf EUR 19,3 Mrd., wohingegen die bereinigten Gesamteinnahmen bei EUR 24,6 Mrd. lagen. Demgegenüber standen bereinigte Gesamtausgaben von EUR 24,6 Mrd., welche verglichen mit dem Vorjahr um EUR +2,1 Mrd. (+9,1%) zunahmen. Während die Personalausgaben gegenüber 2024 um EUR +346 Mio. stiegen, wuchsen auch die Zuweisungen und Zuschüsse um EUR +1,1 Mrd. Die Zahlungen an die Kommunen überstiegen zudem erstmals die Marke von EUR 9 Mrd., was einem Zuwachs von mehr als +10% entsprach. Maßgeblichen Anteil hatte daran die im November 2025 getätigte Auszahlung der ersten Hälfte des EUR 600 Mio. umfassenden Sofortprogramms „Handlungsstarke Kommunen“. Die Investitionsausgaben im Kernhaushalt stiegen um EUR +0,6 Mrd. auf EUR 1,8 Mrd. und lagen EUR 88 Mio. über dem Haushaltsansatz. Mit Blick auf die Verschuldung hat das Land im Berichtsjahr Schulden am Kreditmarkt i.H.v. EUR 464 Mio. netto getilgt, wobei davon EUR 100 Mio. auf die Tilgung von Schulden, die das Land von den Kommunen übernommen hat, entfielen. Die strukturelle Nettotilgung belief sich indes auf EUR 5 Mio. Die Vorgaben der Schuldenbremse wurden auch im Jahr 2025 erfüllt.

Auch Schleswig-Holstein legt vorläufigen Haushaltsabschluss für das Jahr 2025 vor

Im Februar hat die Finanzministerin des Landes Schleswig-Holstein (Ticker: SCHHOL), Silke Schneider, den vorläufigen Haushaltsabschluss für das Jahr 2025 vorgestellt. Wie angekündigt werde mit diesem der vom Landesverfassungsgericht für nichtig erklärte Notkredit im Haushalt 2024 i.H.v. EUR 492 Mio. bereinigt. Da die strukturelle Kreditermächtigung jedoch nicht für zusätzliche Ausgaben verwendet wird, dürfte dies keine Auswirkungen auf den Schuldenstand des Landes haben. Bezogen auf die Einnahmenseite geht aus dem vorläufigen Haushaltsabschluss hervor, dass SCHHOL im Jahr 2025 von deutlich höheren Steuereinnahmen profitierte, welche vollständig zur Reduktion der geplanten konjunkturellen Verschuldung eingesetzt wurden. Während die Haushaltsplanung ursprünglich noch eine konjunkturelle Verschuldungsmöglichkeit i.H.v. EUR 367 Mio. vorsah, komme das Land nun ohne neue konjunkturelle Schulden aus und tilge stattdessen rund EUR 107 Mio. Zusätzlich sollen etwa EUR 41 Mio. aus Notkrediten der Jahre 2020 bis 2023 zurückgezahlt werden. Auf der Ausgabenseite konnte der finanzielle Handlungsbedarf in 2025 i.H.v. rund EUR 55 Mio. durch geringere Personal-, Versorgungs- und Beihilfeausgaben sowie höhere Verwaltungseinnahmen vollständig aufgelöst werden. Zudem würde vor dem Hintergrund des Bundesverfassungsgerichtsurteils zur Berliner Besoldung eine Rücklage i.H.v. rund EUR 240 Mio. für Nachzahlungen und Anpassungen in den Jahren 2025 und 2026 gebildet. Weitere EUR 320 Mio. sollen in andere Rücklagen fließen, wobei es sich dabei um Mittel handle, die zweckgebunden zu nutzen sind bzw. bei denen bereits rechtliche Verpflichtungen eingegangen wurden. Finanzielle Transaktionen, u.a. im Zusammenhang mit Northvolt, führten im Haushalt 2025 voraussichtlich zu einer Nettokreditaufnahme von EUR 125 Mio.

Scope gibt Ausblick auf das Sub-Sovereign-Segment in 2026

Die Risikoexperten der Ratingagentur Scope haben ihre Erwartungen zu den diesjährigen Entwicklungen im europäischen Sub-Sovereign-Segment vorgestellt und gehen in ihrem Basisszenario von einem zunehmenden Auseinanderdriften der Kreditqualität aus. Auch wenn der nachlassende Inflations- und Zinsdruck vorerst Luft verschafft, lassen insbesondere die steigenden Investitionsbedarfe sowie unterschiedlichen haushaltspolitischen Spielräume erwarten, dass sich die fiskalpolitischen Pfade zunehmend unterschiedlich entwickeln werden. Mit Blick auf die einzelnen Jurisdiktionen dürften die deutschen Länder (Ausblick: stabil) weiterhin die Benchmark in Sachen Kreditqualität bleiben, auch wenn der Druck auf die öffentlichen Haushalte u.a. aufgrund der steigenden Sozialausgaben anhalten dürfte. Viele der Länder würden daher auch in Zukunft Gebrauch von der flexibilisierten Schuldenbremse machen (müssen). Verglichen mit den Defiziten anderer europäischer Sub-Sovereigns seien diese allerdings relativ gering. In der Gesamtbetrachtung dürfte die aggregierte Schuldenquote der Länder tendenziell stagnieren, da die steigende Verschuldung größtenteils von gleichzeitig wachsenden Einnahmen kompensiert werden dürfte. Schlechter ist es hingegen um die Aussichten für französische wie auch belgische Sub-Sovereigns gestellt, deren Ausblicke von Scope mit negativ beurteilt werden: Auch wenn sich die Kennzahlen zur Schuldentragfähigkeit der französischen Regionen derzeit weiterhin solide zeigen, dürften sich die Folgen des französischen Downgrades in Form steigender Zinskosten sukzessive bemerkbar machen. Zudem dürfte die Verschuldung angesichts umfangreicher Investitionen in die Verkehrs- und Bildungsinfrastruktur auch in den kommenden Jahren weiter steigen und die Haushaltslage französischer Sub-Sovereigns belasten. Demgegenüber dürften sich die Haushaltskennzahlen der belgischen Gebietskörperschaften trotz des negativen Ausblicks allmählich verbessern, wenngleich sie aufgrund erheblicher Ausgabenbelastungen und eines moderaten Einnahmenwachstums weiter unter Druck bleiben würden. Dabei könnte sich die Entwicklung der Verschuldung je nach Region deutlich unterscheiden: Während die Schuldenlast der Flämischen Gemeinschaft vergleichsweise niedrig und die von Wallonien sowie der Region Brüssel-Hauptstadt hoch bleiben dürfte, sei bei der Französischen Gemeinschaft mit einem deutlichen Anstieg zu rechnen. Einzig für spanische Regionen ist der Ausblick positiv: Makroökonomischer Rückenwind und Wirtschaftswachstum lassen die Einnahmen steigen, während die gleichzeitigen Erfolge bei der Haushaltskonsolidierung die Schuldenkennzahlen verbessern sollten.

L-Bank schließt sich europäischer Blockchain-Initiative „RL1“ an

Die Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank (L-Bank, Ticker: LBANK) hat sich als nunmehr elftes Institut finanziell am europäischen Gründungsnetzwerk „Regulated Layer One“ (RL1) beteiligt und unterstützt damit den Aufbau einer europäischen Finanzinfrastruktur für digitale Kapitalmarktgeschäfte. Ziel von RL1 ist es, europäische Finanzinstitute auf einem gemeinsamen Distributed Ledger zu vereinen. Das Netzwerk setzt dabei auf die erprobte Technologie und das DLT-Netzwerk des deutschen Fintechs bzw. der Tokenisierungsplattform SWIAT GmbH (Secure Worldwide Interbank Asset Transfer), auf dessen Grundlage in der Vergangenheit bereits zahlreiche Blockchain-basierte Transaktionen abgewickelt wurden. Anders als kommerzielle Plattformen mit Gewinnerzielungsabsicht beruht RL1 dabei auf einer genossenschaftlichen Idee. „In einem zunehmend digitalen Marktumfeld benötigen wir eine Infrastruktur, die Innovation mit maximaler regulatorischer Sicherheit vereint. RL1 bietet genau diesen Rahmen und hat das Potenzial, digitale Kapitalmarktgeschäfte in Europa auf ein neues Niveau zu heben“, sagte L-Bank-Vorstand Johannes Heinloth.

SEK: Jahresendbericht 2025 – Neugeschäftsvolumen auf Rekordhöhe

Am 26. Januar hat die Svensk Exportkredit (Ticker: SEK) ihren Bericht für das Jahr 2025 veröffentlicht und zumindest mit Blick auf das Volumen im Neukreditgeschäft, welches von SEK 90,3 Mrd. im Vorjahr auf nunmehr SEK 125,8 Mrd. (EUR-Äquivalent: EUR 11,6 Mrd.) wuchs, Rekordzahlen präsentiert. Davon entfielen allein SEK 28 Mrd. auf das IV. Quartal. Das gesamte Kreditportfolio ging indes gegenüber dem Vorjahr um -7,3% zurück und belief sich zum Ende des Berichtsjahres auf insgesamt SEK 263 Mrd., wohingegen sich dieses ohne Berücksichtigung von Währungseffekten unverändert zeigte. Die ESG-konforme Kreditvergabe erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr um SEK +2,9 Mrd. auf nunmehr rund SEK 56 Mrd. (20% des gesamten Kreditportfolios). Während der Nettozinsertrag allen voran infolge der Aufwertung der Schwedischen Krone sowie des gegenüber 2024 gesunkenen durchschnittlichen kurzfristigen Zinssatzes auf rund SEK 2,7 Mrd. (2024: SEK 3,1 Mrd.) zurückging, war der deutliche Rückgang des Jahresüberschusses auf SEK 1,2 Mrd. (-29,7% Y/Y) zudem auch auf höhere Rückstellungen für erwartete Kreditverluste zurückzuführen. Hinsichtlich der Eigenkapitalrentabilität konnte das selbstgesteckte Ziel von mindestens 5% mit 4,9% im abgelaufenen Jahr indes nicht erreicht werden. Trotz der geopolitischen Spannungen und erhöhten globalen Handelszöllen scheint der Ausblick auf das kommende Jahr zunehmend optimistisch, was sich nicht nur bereits am hohen Neukreditvolumen in Q4/2025 abzeichnete, sondern auch die Ergebnisse der Export Credit Trends Survey der SEK im Dezember vermuten lassen. Demnach rechnen rund 44% der schwedischen Exporteure in den kommenden zwölf Monaten mit einem Anstieg der Exportaufträge. Im Juni teilten lediglich 35% diese Ansicht. Diese Erkenntnisse wie auch die [Erwartungen](#) des National Institute of Economic Research könnten darauf hindeuten, dass sich die schwedische Wirtschaft möglicherweise auf eine Trendwende zubewegt. Mit steigendem Auftragseingang und wieder anziehenden Unternehmensinvestitionen würde erfahrungsgemäß auch die Nachfrage nach Krediten der SEK wachsen. Dies könnte sich wiederum auch auf die Refinanzierungsaktivitäten des Exportfinanzierers im Jahr 2026 auswirken. Zur Erinnerung: Im abgelaufenen Jahr hat die Agency mit SEK 93,5 Mrd. deutlich mehr Kapital an den internationalen Kapitalmärkten eingesammelt als im Vorjahr (2024: SEK 52,6 Mrd.), was v.a. auf die hohen Volumina in der Neukreditvergabe sowie fälliger Refinanzierungen zurückzuführen war. Für 2026 wird der Fundingbedarf auf USD 8-10 Mrd. geschätzt.

S&P hebt Ausblick für CDEP auf „positiv“ an

Nachdem die Ratingexperten von Moody's bereits im vergangenen Jahr das Rating des italienischen Förderinstituts [Cassa Depositi e Prestiti](#) (Ticker: CDEP) an das des italienischen Staates anghen (Baa2, Ausblick: stabil), hat nun auch die Ratingagentur S&P ihre Kreditbeurteilung für CDEP aktualisiert. In diesem Zuge hob S&P den Ausblick der Agency von zuvor stabil auf nun positiv an, während das Rating mit BBB+ unverändert blieb. Die Entscheidung spiegelt dabei unmittelbar die jüngsten Anpassungen bei der Bonitätsbeurteilung Italiens seitens S&P wider, dessen Rating von BBB+ Ende Januar bestätigt sowie der Ausblick auf positiv angehoben wurde. Der verbesserte Ausblick basiert dabei im Wesentlichen auf der robusten Entwicklung der italienischen Wirtschaft, welche sich trotz der Handels- und Zollunsicherheiten widerstandsfähig zeigte, sowie den Erfolgen bei der Haushaltskonsolidierung – auch im Kontext der stetigen Reduzierung der Auslandsverschuldung. Zum Hintergrund: Als staatsnaher Emittent zur Förderung des italienischen Wirtschaftswachstums sind sowohl Rating als auch Ausblick des Instituts untrennbar mit dem Italiens verknüpft. Der italienische Staat ist – vertreten durch das Ministerium für Wirtschaft und Finanzen – zudem Mehrheitsanteilseigner des Kreditinstituts. Für einen Großteil der Verbindlichkeiten der CDP (Postspareinlagen) besteht darüber hinaus eine staatliche Garantie.

Primärmarkt

Die Dynamik am SSA-Primärmarkt hielt – den Nachrichten vom Wochenende rund um das Zollurteil des Supreme Courts zum Trotz – auch in der betrachteten Handelswoche weiter an. Besonders aktiv waren die Emittenten aus dem SSA-Segment dabei am gestrigen Dienstag: Dementsprechend können wir in dieser Ausgabe von sechs EUR-Benchmarks im Umfang von aggregiert EUR 12,5 Mrd. berichten. Den Anfang machte kurz nach Redaktionsschluss unserer letzten Ausgabe zunächst unser Trägerland Niedersachsen (Ticker: NIESA), welches EUR 1 Mrd. guidancegemäß zu ms +19bp einsammelte (Bid-to-cover-Ratio: 1,6x) und sich bei der Emission für eine Laufzeit von acht Jahren entschied. Mit der belgischen Region Flandern, repräsentiert durch das Ministeries van de Vlaamse Gemeenschap (Ticker: FLEMSH), machte kurz darauf ein weiterer europäischer Sub-Sovereign Nägel mit Köpfen und emittierte EUR 2 Mrd. bei einer Laufzeit von langen zehn Jahren zu OLO +17bp (entspricht zum Emissionszeitpunkt etwa ms +59bp). Bei einem Orderbuch i.H.v. EUR 14,3 Mrd. war eine Einengung des Reoffer-Spreads gegenüber der Guidance um vier Basispunkte möglich. Für das Gesamtjahr 2026 hat Flandern einen Refinanzierungsbedarf i.H.v. rund EUR 9 Mrd. kommuniziert. Auf die Mandatierung der französischen Förderbank Bpifrance (Ticker: BPIFRA) zur Emission ihres ersten [European Green Bonds](#) hatten wir ebenfalls bereits in unserer letzten Ausgabe hingewiesen. Wie angekündigt platzierte die Agency EUR 1 Mrd. und wählte dabei ebenfalls eine Laufzeit von zehn Jahren. Das Pricing erfolgte schließlich zu OAT +15bp (Guidance: OAT +19bp area), was zum Emissionszeitpunkt etwa ms +62bp entsprach. Gestern waren zudem gleich drei Emittenten mit EUR-Benchmarks am SSA-Primärmarkt aktiv: Mit dem Auckland Council (Ticker: AUCCN) wagte sich der wirtschaftlich bedeutendste Sub-Sovereign Neuseelands nach längerer EUR-Abwesenheit aus der Deckung und platzierte EUR 500 Mio. (10y) zu ms +48bp (Guidance: ms +54bp area, Orderbuch: EUR 8,5 Mrd.). Am gleichen Tag folgten außerdem die Transaktionen der EIB und der EFSF – beide unter jeweils gleichlautendem Ticker: Während die EIB im Zuge ihres EARN-Programms EUR 4 Mrd. (8y) zu ms +14bp (Guidance: ms +16bp area) mittels [European Green Bond](#) einsammelte, entschied sich die EFSF ebenfalls für die Platzierung von EUR 4 Mrd., allerdings mit fünf Jahren Laufzeit. Das Pricing erfolgte zu ms +11bp (Guidance: ms +13bp area). Beide Deals stießen dabei auf eine hohe Nachfrage, sodass sich die Orderbücher auf rund EUR 42,0 Mrd. bzw. EUR 12,5 Mrd. summierten. Am Tag zuvor waren die Blicke bereits auf einen anderen E-Supra gerichtet, da die Europäische Union (Ticker: EU) im Zuge ihrer zweiten Anleiheauktion in H1/2026 (vgl. [Fundingplan](#)) drei ihrer Anleihen aufstockte. Dabei wurde das Volumen der 2028er-Anleihe (Kupon: 2,625%) um rund EUR 2,0 Mrd. und das des 2030er-Bonds (Kupon: 3,125%) um knapp EUR 2,2 Mrd. vergrößert, während das 2038er-Wertpapier (Kupon: 3,375%) um etwa EUR 1,9 Mrd. aufgestockt wurde. Die Bid-to-cover-Ratios lagen bei 1,19x bzw. 1,17x sowie 1,16x beim Tap der letztgenannten Anleihe. Aufgrund der erfolgten Neumandatierung erwarten wir in Kürze zudem folgende Transaktion: Die Asian Infrastructure Investment Bank (Ticker: AIIB) beabsichtigt die Emission eines [Sustainable Development Bonds](#) (3y) mit einem Volumen von EUR 1 Mrd. (WNG).

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
AUCCN	Other	24.02.	XS3307263775	10.0y	0.50bn	ms +48bp	- / Aa2 / AA	-
EIB	SNAT	24.02.	EU000A4EQY56	8.0y	4.00bn	ms +14bp	AAA / Aaa / AAA	X
EFSF	SNAT	24.02.	EU000A2SCAY6	5.0y	4.00bn	ms +11bp	A+ / Aaa / A+	-
BPIFRA	FR	23.02.	FR0014016JF0	10.0y	1.00bn	ms +62bp	A+ / Aa3 / -	X
FLEMSH	BE	18.02.	BE0390296656	10.3y	2.00bn	ms +59bp	AA- / - / -	-
NIESA	DE	18.02.	DE000A460GQ9	8.0y	1.00bn	ms +19bp	AAA / - / -	-

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

Covered Bonds

CEE-Region: Wachsende Covered Bond-Märkte

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

Die Covered Bond-Märkte in Zentral- und Osteuropa

Nicht zuletzt aufgrund des Comebacks der EUR-Benchmarkjurisdiktion Ungarn und dem hohen Neuemissionsvolumen aus der Slowakei in den vergangenen Jahren wollen wir in der heutigen Ausgabe unserer Wochenpublikation den Fokus auf die Covered Bond-Märkte der CEE-Region („Central and Eastern Europe“) legen. Dabei stehen die Länder Tschechische Republik (CZ), Estland (EE), Ungarn (HU), Polen (PL) sowie die Slowakei (SK) im Mittelpunkt, aus denen bereits mindestens eine EUR-Benchmark emittiert wurde. Darüber hinaus werfen wir einen kurzen Blick auf mögliche „Potenzialmärkte“, zu denen wir insbesondere die beiden anderen baltischen Staaten Lettland (LV) und Litauen (LT) sowie Bulgarien (BG) zählen.

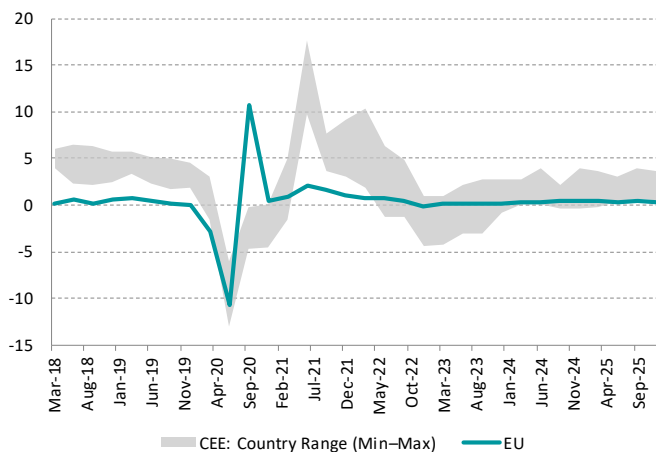
CEE-Region wächst stärker als der EU-Durchschnitt

Die fünf von uns betrachteten CEE-Jurisdiktionen wiesen in den vergangenen Jahren eine beeindruckende ökonomische Entwicklung auf. So lag das mittlere Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in den vergangenen zwei Jahren immer über dem EU-Durchschnitt. Insbesondere Tschechien und Polen stechen in dieser Betrachtung hervor, mit Wachstumsraten im IV. Quartal 2025 von +2,4% (Y/Y) bzw. +3,6% (Y/Y), während das durchschnittliche BIP-Wachstum in der EU lediglich bei +0,5% (Y/Y) notierte. In etwas abgeschwächte Form gilt diese Beobachtung auch für Estland, die Slowakei und Ungarn. Im Hinblick auf die Inflationsentwicklung ist hervorzuheben, dass die beiden Mitgliedsstaaten der Eurozone – Estland und die Slowakei – mit 4,1% (Januar 2026) bzw. 4,0% deutlich höhere Inflationsraten aufweisen als beispielsweise Tschechien (1,7%), das nicht Teil des gemeinsamen Währungsraums ist. Diese im Vergleich zum Durchschnitt der Eurozone (1,7%) hohen Teuerungsraten führen die nationalen Währungshüter insbesondere auf die in 2025 angehobene Mehrwertsteuer in Estland und in der Slowakei zurück. In Estland kommt erschwerend noch die angehobene Steuer für Fahrzeugregistrierungen hinzu, die nach Angabe der estnischen Zentralbank (Eesti Pank) die Inflation um 1,2 Prozentpunkte anstiegen ließ. Ohne Effekte aus den Steuererhöhungen wäre die Teuerungsrate laut der Eesti Pank zum Jahresultimo 2025 auf ungefähr 2,0% gefallen.

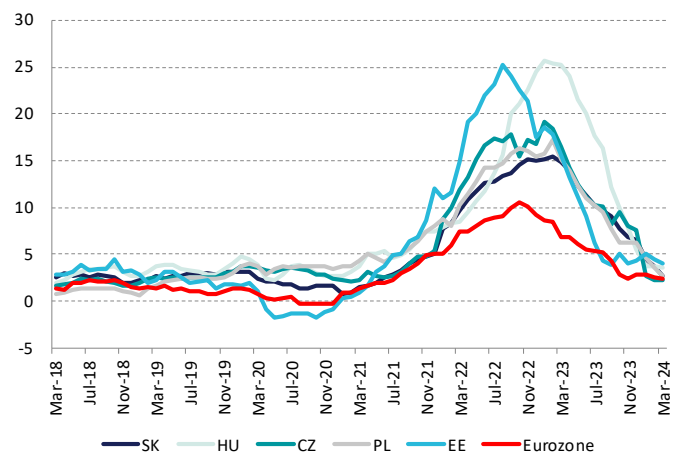
Rating Entwicklung und Ausblick

Die Ratingexperten von S&P heben in ihrem [Sovereign Rating Outlook](#) für die CEE-Region insbesondere die hohen Haushaltsdefizite einiger Staaten sowie die geopolitische Unsicherheit als potenzielle Risikofaktoren für die Ratingeinstufung der Staaten hervor. So verfügen u.a. Ungarn und die Slowakei vor diesem Hintergrund über einen negativen Ausblick. Für 2026 rechnet S&P mit einem BIP-Wachstum in der CEE-Region im Durchschnitt von +2,4%, was deutlich über der von der EZB prognostizierten Wachstumsrate für die Eurozone für 2026 (+1,2%) liegen würde. Damit sollten die CEE-Staaten auch in 2026 an die überdurchschnittlichen Wachstumsraten aus den vergangenen Jahren anknüpfen können. Neben geopolitischen Belastungen stellen laut S&P auch die hohe Staatsverschuldung und die politische Fragmentierung, die eine Haushaltskonsolidierung erschwert, Herausforderungen für einige Staaten dar.

Reales BIP-Wachstum (Y/Y in %)



Inflation (Y/Y in %)

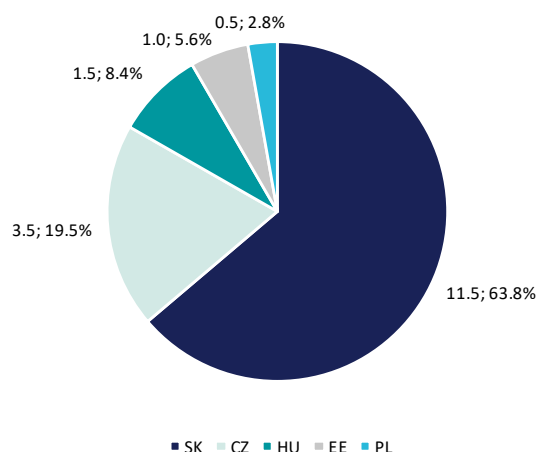


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

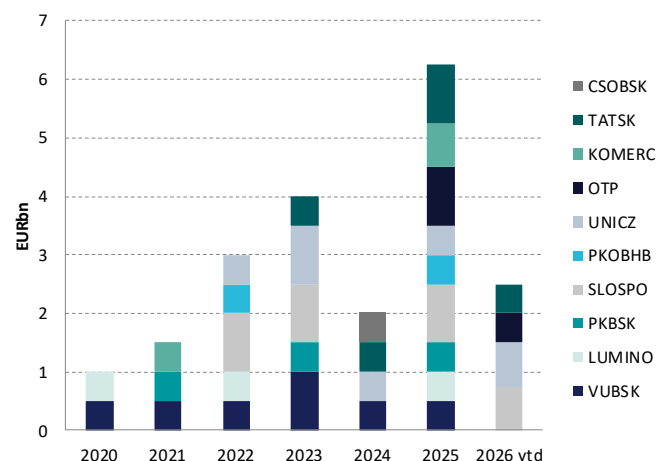
EUR BMK: Primärmarkt CEE-Region

Das EUR-Benchmarksegment in der CEE-Region ist in den letzten Jahren konstant auf Wachstumskurs. Insbesondere im vergangenen Jahr konnten wir ein Rekordneuemissionsvolumen (EUR 6,3 Mrd.) aus dieser Region beobachten. Das Gros des ausstehenden Volumens entfällt mit EUR 11,5 Mrd. bzw. 22 Emissionen auf slowakische Emittenten. Während sich die Anzahl der aktiven EUR-Benchmarkemittenten aus der Slowakei auf fünf summiert, sind aus Tschechien zwei und aus Estland, Polen und Ungarn jeweils eine Bank in diesem Marktsegment aktiv. Mit der OTP Jelzalogbank revitalisierte eine ungarische Bank in 2025 das seit vielen Jahren emissionslose EUR-Benchmarksegment in diesem europäischen Staat. Seit ihrer ersten Emission im Juni 2025 war die Bank mit zwei weiteren Platzierungen in diesem Marktsegment aktiv, sodass sich das ausstehende Volumen an EUR-Benchmarks mittlerweile auf EUR 1,5 Mrd. summiert. Entsprechend kann unserer Ansicht nach von einem erfolgreichen Comeback Ungarns gesprochen werden, das auch als Vorbild für andere Emittenten aus dieser Region dienen könnte. Dies gilt insbesondere mit Blick auf die Jurisdiktionen, die am aktuellen Rand über keine ausstehende EUR-Benchmark- oder Subbenchmarkemission verfügen.

Länderverteilung EUR BMK (in Mrd.)



EUR-Benchmarkemittenten aus der CEE-Region



Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

EUR SBMK: Emittenten aus Estland am aktivsten

Im EUR-Subbenchmarksegment sind aktuell lediglich drei Banken aus der CEE-Region aktiv. Aus Estland sind mit der LHV Pank und der Coop Pank zwei Emittenten in diesem Marktsegment aktiv. Während die LHV Pank bereits seit 2020 Covered Bonds in Subbenchmarksize emittiert, platzierte die Coop Pank erst im vergangenen Jahr ihre Debüttransaktion in diesem Teilmarkt. Emittenten aus Polen und Tschechien verfügen aktuell über keine ausstehenden EUR-Subbenchmarks, nachdem der letzte Bond der polnischen mBank Hipoteczny im September 2025 sein Fälligkeitsdatum erreichte. Aus der Slowakei gibt es mit der Tatra Banka einen Emittenten, der sowohl im Benchmark- als auch im Subbenchmarksegment aktiv ist. Dieser nutzte seine Debütemissionen im Markt für EUR-Subbenchmarks quasi als Einstieg und war in der Folge ausschließlich mit Emissionen in Benchmarksize am Markt aktiv. Entsprechend rechnen wir damit, dass die Tatra Bank in absehbarer Zeit in diesem Marktsegment wieder aktiv werden dürfte.

Übersicht: CEE EUR-Benchmark- und Subbenchmarkemittenten

Issuer (as of 31 December 2025)	Country	BMK/ SMBK	Cover pool (EURm)	Outst. Volume (EURm)	OC (in%)	EUR BMK outst. (EURbn)	Type	LCR level / Risk weight	Covered bond rating (Fitch / Moody's / S&P)
Komerční Banka	CZ	BMK	1,516.3	1,253.3	21.0	0.75	SB	1 / 10%	AAA / - / -
UniCredit Bank CZ	CZ	BMK	8,180.6	4,702.6	74.0	2.75	SB	1 / 10%	- / Aa1 / -
Coop Pank	EE	SMBK	570.2	450.0	26.7	0.25	SB	2A / 10%	- / Aa1 / -
LHV Pank	EE	SMBK	1,358.9	1,000.0	35.9	0.55	SB	2A / 10%	- / Aaa / -
Luminor Bank	EE	BMK	3,131.1	2,000.0	56.6	1.00	SB	1 / 10%	- / Aaa / -
OTP Jelzálogbank	HU	BMK	6,580.1	4,719.3	39.4	1.50	HB	2A / 20%	- / A1 / -
PKO Bank Hipoteczny	PL	BMK	3,552.6	1,987.0	78.8	0.50	SB/CPT	1 / 10%	- / Aa1 / -
Ceskoslovenská Obchodná Banka	SK	BMK	2,137.5	1,750.0	21.5	0.50	SB	1 / 10%	- / Aaa / -
Prima Banka	SK	BMK	4,091.7	3,000.0	36.4	1.00	SB	1 / 10%	- / Aaa / -
Slovenská Sporiteľňa	SK	BMK	5,257.3	4,537.0	34.0	3.75	SB	1 / 10%	- / Aaa / -
Tatra Banka	SK	BMK/SBMK	5,317.7	4,010.0	32.6	2.00	SB	1 / 10%	- / Aaa / -
Všeobecná Uverová Banka	SK	BMK	4,936.9	4,043.1	22.8	3.50	SB	1 / 10%	- / Aa1 / -

Quelle: Marktdaten, NORD/LB Floor Research

Cover Pools vorwiegend wohnwirtschaftlicher Natur und im Heimatland zu verorten

Die Deckungswerte aller betrachteten Cover Pools bestehen nahezu vollständig aus wohnwirtschaftlichen Hypothekendarlehen. Lediglich die tschechische UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia (Ticker: UNICZ) verfügt über einen höheren Anteil (Stichtag 31. Dezember 2025: 25,3%) an gewerblichen Deckungsstockwerten. Im Kontrast dazu greift der zweite EUR-Benchmarkemittent aus Tschechien, die Komerční Banka, zur Besicherung ihrer Covered Bonds ausschließlich auf wohnwirtschaftliche Deckungsstockwerte zurück. Der Großteil der Cover Assets der Emittenten stammt dabei aus den jeweiligen Heimatländern. Eine Besonderheit stellt vor diesem Hintergrund die Luminor Bank dar, deren Deckungswerte sich geographisch über alle drei baltischen Staaten verteilen. Darüber hinaus weisen alle Emittenten zum Stichtag 31. Dezember 2025 mehr als auskömmliche Übersicherungsquoten (OC) auf. Während die gesetzliche Mindestanforderung in Tschechien und Ungarn bei 2,0% (nominal) liegt, fordern die gesetzlichen Rahmenwerke in Estland, Polen und der Slowakei mindestens eine OC von 5,0%. Die durch den Emittenten vertraglich zugesicherte OC kann deutlich über das gesetzliche Mindestmaß hinausreichen, so garantiert die UNICZ beispielsweise eine OC von mindestens 10,0%. Das Gros der Banken aus der CEE-Region emittiert EUR-Benchmarks bzw. -Subbenchmarks im Soft Bullet-Format. Lediglich die ungarische OTP Jelzálogbank greift für ihre Covered Bonds auf eine Hard Bullet-Struktur zurück. Auf die Besonderheiten der polnischen Gesetzgebung in Bezug auf eine mögliche Fälligkeitsverschiebung wollen wir in folgendem Absatz etwas näher beleuchten.

Polen: Besonderheit in der Gesetzgebung mit Blick auf die Laufzeitstruktur

Nachfolgend gehen wir auf ausgewählte Spezifika einzelner Covered Bond-Jurisdiktionen ein, die am Markt für öffentlich platzierte EUR-Deals aktiv sind und beginnen dabei mit Polen. Wie bereits erwähnt bevorzugen polnische Emittenten die Landeswährung Złoty für die Neuemissionen von Covered Bonds. Im EUR-Benchmarksegment war bisher lediglich die PKO Bank Hipoteczny am Markt aktiv. Eine Besonderheit der polnischen Gesetzgebung betrifft die Möglichkeit zur Laufzeitverlängerung, welche sich als eine Mischform der Soft Bullet und CPT-Struktur beschreiben lässt. Covered Bonds, die zu ihrem Fälligkeitstermin nicht bedient werden können, werden zunächst um zwölf Monate verlängert. Anschließend wird im Abstand von sechs Monaten getestet, ob genügend Assets und Liquidität zur Bedienung der Investorenansprüche vorhanden sind. Bei „Nichtbestehen“ erfolgt nach Ablauf der Zwölfmonatsfrist der Übergang in eine CPT-Struktur. Dies kann mit einer 2/3-Mehrheit der Investoren jedoch verhindert werden.

Weiteres Marktwachstum in der CEE-Region erwartet

Die dynamische Entwicklung der betrachteten Volkswirtschaften bietet unserer Ansicht nach auch die Basis für ein weiteres Wachstum der Covered Bond-Märkte in diesen Staaten. Dies verdeutlichte eindrucksvoll die OTP Jelzalogbank mit ihren seit Juni 2025 platzierten drei ausstehenden EUR-Benchmarkemissionen. Die Entwicklung sollte sich unter den fünf Staaten unserer Ansicht nach vorwiegend auf das EUR-Benchmarksegment konzentrieren. Die slowakischen Banken haben insbesondere Subbenchmarkemissionen als eine Art Vorstufe zur Platzierung von Covered Bonds in Benchmarksizes genutzt. Entsprechend erwarten wir, dass sich die slowakischen Banken auf das Benchmarksegment fokussieren werden. In Polen gibt es einen Emittenten, der schon Subbenchmarks emittiert hat, am aktuellen Rand aber über keine ausstehenden Bonds in diesem Marktsegment verfügt. Die mBank Hipoteczny verfügte bis September 2025 noch über eine ausstehende EUR-Subbenchmarktransaktion, ist aber aktuell vorwiegend mit Covered Bonds in ihrer Heimatwährung aktiv. Für Emittenten aus Tschechien, Polen und Ungarn kann die Platzierung von Covered Bonds in ihrer Heimatwährung eine günstige Alternative zum Funding über in EUR denominierte Covered Bonds darstellen. Entsprechend bilden diese auch wichtige Prognoserisiken im Hinblick auf ein weiteres Wachstum des in EUR denominierten Benchmark- bzw. Subbenchmarksegments. Insgesamt rechnen wir für das Jahr 2026 in allen fünf CEE-Staaten mit wachsenden Covered Bond-Märkten, sodass sich das Nettoneuemissionsvolumen auf insgesamt EUR 3,3 Mrd. belaufen sollte. Das von uns prognostizierte Wachstum verteilt sich fast gleichmäßig über alle Jurisdiktionen, dürfte aber aufgrund der nicht vorhandenen Fälligkeiten in Ungarn am stärksten ausfallen. Wir rechnen über die gesamte CEE-Region hinweg mit weiteren EUR-Benchmarkemissionen in 2026 im Volumen von EUR 4,8 Mrd.

Neuemissionsprognose CEE-Märkte 2026

Jurisdiction	Current outstanding volume (EUR BMK in bn)	Issues 2026e (EUR BMK in bn)	Maturities 2026e (EUR BMK in bn)	Net supply 2026e (EUR BMK in bn)	Issues 2026 ytd (EUR BMK in bn)	Still to come 2026e (EUR BMK in bn)
CZ	3.5	1.5	1.0	0.5	0.8	0.8
EE	1.0	0.5	0.0	0.5	0.0	0.5
HU	1.5	1.0	0.0	1.0	0.5	0.5
PL	0.5	0.5	0.0	0.5	0.0	0.5
SK	11.5	3.8	3.0	0.8	1.3	2.5
CEE-Region	18.0	7.3	4.0	3.3	2.5	4.8

Quelle: NORD/LB Floor Research

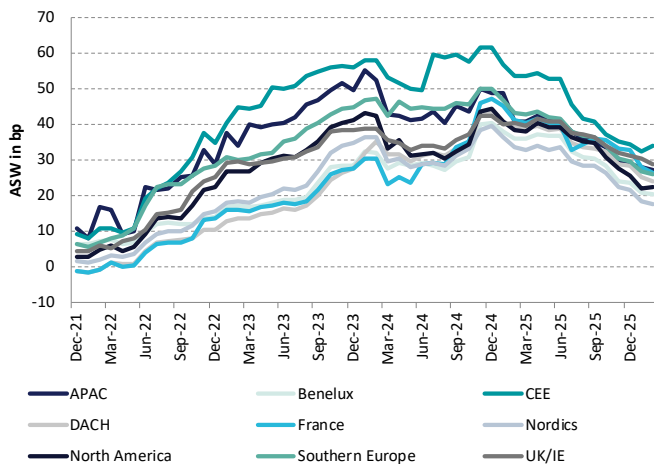
Was tut sich abseits der EUR-Benchmark- bzw. Subbenchmarkmärkte?

Lettland verfügt erst seit dem Jahr 2021 über eine Covered Bond-Gesetzgebung, welche die Anforderungen der EU-Richtlinie erfüllt und CRR-konform ist. Emissionen sind bisher noch nicht erfolgt. In Litauen erfüllt das Covered Bond-Gesetz ebenso die Vorgaben des EU-Harmonisierungsvorhabens. Ein gewisses Potenzial für ein Bestehen an den internationalen Covered Bond-Märkten sehen einige Marktteilnehmer in der Schaffung eines „pan-baltischen Covered Bond-Marktes“. Demnach soll das Emissionspotenzial einzelner Emittenten u.a. dadurch erhöht werden, dass sich Cover Pools aus Assets zusammensetzen können, die in Estland, Litauen und/oder Lettland zu verorten sind. Diese Grundidee sollte den vergleichsweise kleineren Emittenten bzw. Jurisdiktionen das Erreichen einer „kritischen Masse“ erleichtern. Im Hinblick auf die Jurisdiktion Bulgarien sehen wir nach dem Beitritt zum gemeinsamen Währungsraum am 01. Januar 2026 ebenso eine Chance für zukünftige EUR-Transaktionen im öffentlichen Format. So emittierte die Eurobank Bulgaria im Juli 2025 einen ersten in EUR denominierten Covered Bond (Moody's-Rating: Aa2) im Volumen von EUR 500 Mio. Dieser wurde aber nicht als syndizierter Deal am Markt den Investoren angeboten, sondern wird seitens der Bank als „own use“ klassifiziert und dient als zusätzlicher Liquiditätspuffer. Diese Emission zeigt jedoch, dass bei diesem Emittenten keine Knappheit an deckungsstockfähigen Aktiva vorliegt, die einer möglichen öffentlichen Platzierung im EUR-Benchmark- bzw. EUR-Subbenchmarksegment im Wege stehen würde.

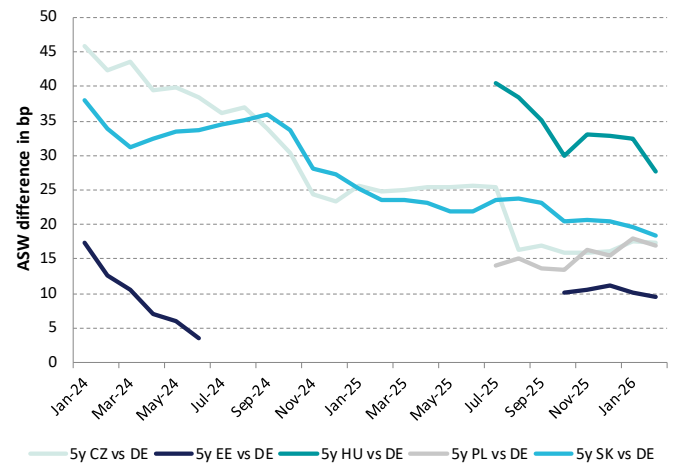
Leichter Spreadanstieg bis zur Jahresmitte erwartet

Die Spreadentwicklung in der CEE-Region folgt über alle Jurisdiktionen hinweg dem allgemeinen Tighteningtrend des Jahres 2026 am Covered Bond-Markt. So hat sich die Spread-differenz zwischen fünfjährigen slowakischen Covered Bonds und Pfandbriefen seit Anfang 2024 von rund 25bp auf 18bp reduziert. Die beste Performance gegenüber Pfandbriefen wiesen aber die ungarischen Covered Bonds auf, was unserer Ansicht nach insbesondere auf eine Art „Comebackprämie“ für die ersten Emissionen des Emittenten zurückzuführen ist. So haben sich die Sekundärmarktsreads für die ersten beiden Emissionen der OTP Jelzalogbank im Mittel um rund 33bp reduziert. Insgesamt notieren die generischen Spreads der Covered Bonds von CEE-Emittenten in der Durchschnittsbetrachtung höher als in allen anderen Regionen. Dabei gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass die deutlich höheren Spreads des einzigen ungarischen Emittenten den Vergleich der verschiedenen Regionen leicht verzerren. So notieren fünfjährige Covered Bonds in unserer generischen Spreadbetrachtung etwas mehr als 10bp über denen ihrer slowakischen Peers. Finden die ungarischen Covered Bonds keinen Eingang in die Spreadberechnung der CEE-Region, sinkt der durchschnittliche Spread für fünfjährige gedeckte Anleihen um rund 2bp, notiert aber weiterhin über der Kurve für Covered Bonds aus Südeuropa und Frankreich. Da wir in unserer Spreadbetrachtung ausschließlich Covered Bonds berücksichtigen, die im iBoxx EUR Covered enthalten sind und über eine Restlaufzeit von fünf Jahren verfügen, ist unsere Datenbasis für Covered Bonds aus Estland unterbrochen. Für den Zeitraum zwischen Juli 2024 und September 2025 entsprach keine estnische Benchmarkanleihe mehr diesem Anforderungsprofil. Gleiches gilt für die Spreadbetrachtung von fünfjährigen Covered Bonds aus Polen. Mit Blick auf die Spreadentwicklung von Covered Bonds aus der CEE-Region erwarten wir im Einklang mit dem allgemeinen Markt ein dezentes Spreadwidening. So rechnen bis Ende Juni, getrieben von einer leicht schwächer werdenden Nachfrage bei einem hohen Neuangebot, mit einem leichten Anstieg über alle Jurisdiktionen hinweg von drei bis vier Basispunkten. Eine weitere Spreadkompression zwischen den Jurisdiktionen erwarten wir am aktuellen Rand nicht.

ASW-Spreads: Nach Regionen (5y; generisch)



ASW-Spreads CEE-Region vs. DE (5y; generisch)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Fazit und Ausblick

Auf dem CEE-Markt ergibt sich ein sehr heterogenes Bild. Während Tschechien, Ungarn und Polen aufgrund ihrer Nichtzugehörigkeit zum Euroraum Covered Bonds in ihrer Landeswährung teilweise bevorzugen, ist die Slowakei zunehmend am Markt für EUR-Benchmarks aktiv. Mit Blick auf die Wachstumsraten sollte auch in 2026 die CEE-Region den Durchschnitt der Eurozone deutlich übertreffen. Die dynamische Entwicklung in den einzelnen Volkswirtschaften erhöht unserer Ansicht nach auch das Potenzial für steigende EUR-Benchmark- bzw. Subbenchmarkemissionen aus dieser Region. Darüber hinaus ist nicht auszuschließen, dass wir in den kommenden Jahren neue Emittenten in einem dieser Segmente am Markt begrüßen können. Insgesamt rechnen wir in 2026 mit einem Nettoneuemissionsvolumen von EUR 3,3 Mrd. und weiteren Emissionen im Jahresverlauf in Höhe von EUR 4,8 Mrd. Die Spreads sollten sich in Einklang mit dem allgemeinen Trend am Covered Bond-Markt unserer Prognose nach leicht ausweiten.

SSA/Public Issuer

Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies

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

Unterschiedliche Risikogewichtung

In kaum einer Assetklasse sind die Unterschiede bei den regulatorischen Rahmenbedingungen so stark ausgeprägt wie bei staatsnahen Emittenten. Sowohl bei Supranationals als auch bei Agencies stellt die Risikogewichtung eine der Ebenen dar, auf der eine starke Differenzierung unter Berücksichtigung verschiedener Faktoren erfolgt.

Maßgebliche regulatorische Rahmenbedingungen: [Verordnung \(EU\) 575/2013 \(CRR\)](#)

Ausgehend von den Risikogewichtungen, die durch Basel II definiert wurden, konkretisierte die EU die Bestimmungen zunächst im Rahmen von Richtlinie 2006/48/EC, ehe Mitte 2013 die CRR (Verordnung (EU) 575/2013) die Definitionen für die Risikogewichtung ersetzte. Dies wurde mit der Richtlinie (EU) 2021/1753 um aufsichtlich gleichgestellte Drittländer erweitert. Im Folgenden betrachten wir die einzelnen Artikel der Verordnung, die sich auch auf Supranationals und Agencies auswirken. Folgende Mappingtabelle zeigt die Risikogewichte der unterschiedlichen Forderungsklassen an, die die Grundlage für die weitere Kategorisierung des Risikogewichts und anderer regulatorischer Kennzahlen wie der [LCR](#) sind.

Mappingtabelle (lange Frist)

Ratingklasse	Fitch	Moody's	S&P	Unternehmen	Institution		Staat
					Ratingmethode		
					Laufzeit >3 Monate*	Laufzeit ≤3 Monate*	
1	AAA bis AA-	Aaa bis Aa3	AAA bis AA-	20%	20%	20%	0%
2	A+ bis A-	A1 bis A3	A+ bis A-	50%	30%	20%	20%
3	BBB+ bis BBB-	Baa1 bis Baa3	BBB+ bis BBB-	75%	50%	20%	50%
4	BB+ bis BB-	Ba1 bis Ba3	BB+ bis BB-	100%	100%	50%	100%
5	B+ bis B-	B1 bis B3	B+ bis B-	150%	100%	50%	100%
6	CCC+ und darunter	Caa1 und darunter	CCC+ und darunter	150%	150%	150%	150%

Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

Anmerkung: Weitere Ratingagenturen in [Verordnung EU/2016/1799](#); detaillierte Zuordnung der Risikogewichte folgt auf den folgenden Seiten.

* Für Risikopositionen aus grenzüberschreitendem Warenverkehr gilt hingegen die Unterscheidung >6 Monate und ≤6 Monate.

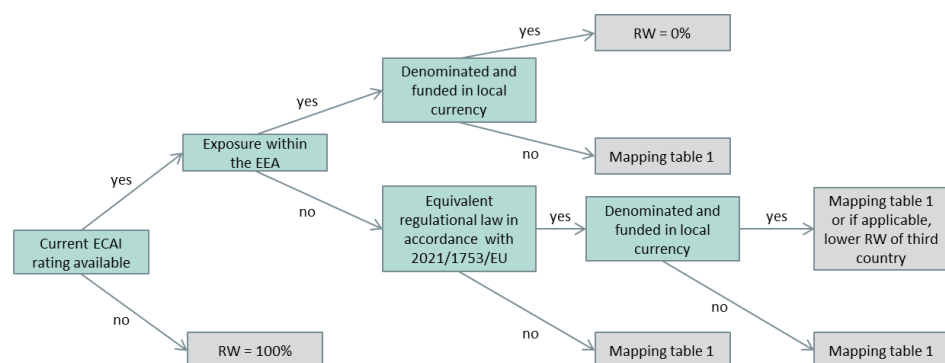
Risikogewichtung von Staaten der EU gemäß Standardansatz: 0%

Das Risikogewicht für Exposure gegenüber Zentralregierungen oder -banken ergibt sich aus Art. 114 CRR. Für Risikopositionen gegenüber EU-Mitgliedsstaaten oder der EZB bedeutet dies gemäß Art. 114(3) und (4) CRR eine Risikogewichtung von 0%. Ist das Exposure in der Heimatwährung des jeweiligen Landes denominiert, gilt dies dabei zeitlich unbegrenzt. Für Risikopositionen in einer Währung, die nicht die Heimatwährung des jeweiligen Landes ist, jedoch Heimatwährung eines anderen Mitgliedsstaates, besteht nach [Art. 500a CRR](#) bis Ende 2026 eine Übergangsregelung. Seit Jahresbeginn entspricht das auf diese Risikopositionswerte anzuwendende Risikogewicht 50% des gemäß Art. 114(2) zugewiesenen Risikogewichts. Ab 2027 ergibt sich das Risikogewicht dann vollständig aus Art. 114 CRR.

Vorübergehende Behandlung bis Ende 2026 – ein Beispiel

Für EUR-Anleihen des polnischen Staates ergibt sich vor dem Hintergrund der Übergangsregelungen aus Art. 500a eine schrittweise Erhöhung des Risikogewichts: Entsprach bis Ende 2024 das auf diese Risikopositionen anzuwendende Risikogewicht noch 0%, erhöhte sich dieses 2025 auf 20% und 2026 auf 50% des nach Art. 114(2) CRR bestimmten Risikogewichts. Demnach ist für EUR-Anleihen des polnischen Staates im laufenden Jahr ein Risikogewicht von 10% anzusetzen (50% des ermittelten Risikogewichts i.H.v. 20%).

Risikopositionen gegenüber Zentralstaaten / -banken (Art. 114 CRR)



Mapping table 1

Rating Class	1	2	3	4	5	6
Risk Weight (RW)	0%	20%	50%	100%	100%	150%

Anm.: Forderungen ggü. der EZB erhalten generell ein RW von 0%.
Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

Risikogewichtung von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften

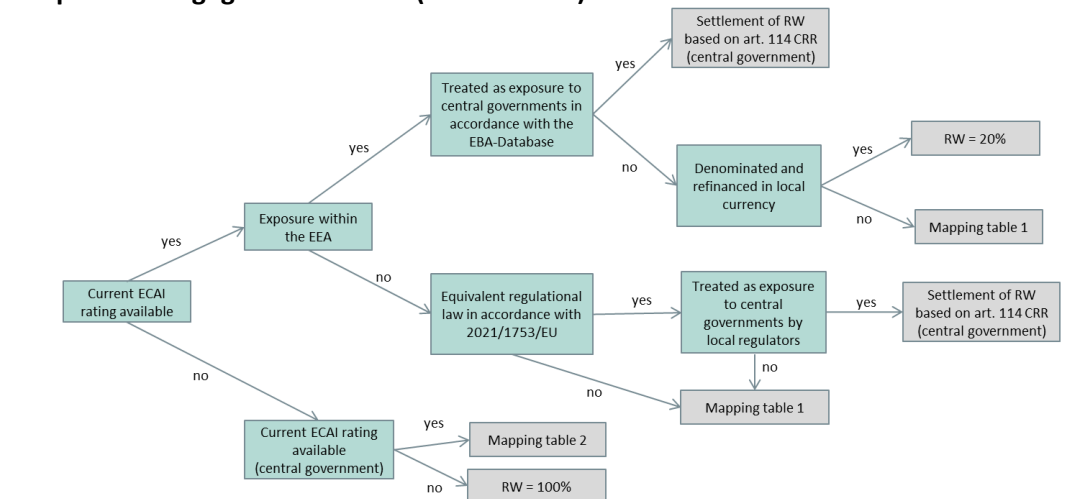
Bei der Risikogewichtung von regionalen und lokalen Gebietskörperschaften (RGLA) erfolgt gemäß Art. 115(2) CRR eine Gleichsetzung des Risikogewichtes mit dem jeweiligen Staat, sofern aufgrund vorliegender Steuererhebungsrechte und der Existenz spezifischer institutioneller Vorkehrungen zur Reduzierung des Ausfallrisikos kein Unterschied zu Risikopositionen gegenüber der Zentralregierung dieses Staates besteht. Dies gilt analog für Sub-Sovereigns aus rechtlich und aufsichtlich gleichgestellten Drittländern. Eine [öffentliche Datenbank](#) aller RGLA in der EU, bei denen die zuständigen Behörden Risikopositionen wie Risikopositionen gegenüber dem jeweiligen Zentralstaat behandeln, wird von der EBA publiziert. Für sonstige Sub-Sovereigns von Mitgliedsstaaten ergibt sich ein Risikogewicht von 20%, sofern das Exposure in der jeweiligen Heimatwährung denominiert ist. Für alle weiteren Sub-Sovereigns erfolgt die Risikogewichtung gemäß Art. 115(-1) CRR.

Liste rechtlich und aufsichtlich gleichgestellter Drittländer ([EU 2021/1753](#))

Argentinien	Indien	Saudi-Arabien
Australien	Isle of Man	Schweiz
Bosnien und Herzegowina	Japan	Serbien
Brasilien	Jersey	Singapur
China	Kanada	Südafrika
Färöer	Mexiko	Südkorea
Grönland	Monaco	Türkei
Guernsey	Neuseeland	USA
Hongkong	Nordmazedonien	

Quelle: EU 2021/1753, NORD/LB Floor Research

Risikopositionen gegenüber RGLA* (Art. 115 CRR)



Mapping table 1

Rating Class	1	2	3	4	5	6
Risk Weight (RW)	20%	50%	50%	100%	100%	150%

Mapping table 2

Rating Class	1	2	3	4	5	6
Risk Weight (RW)	20%	50%	100%	100%	100%	150%

Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

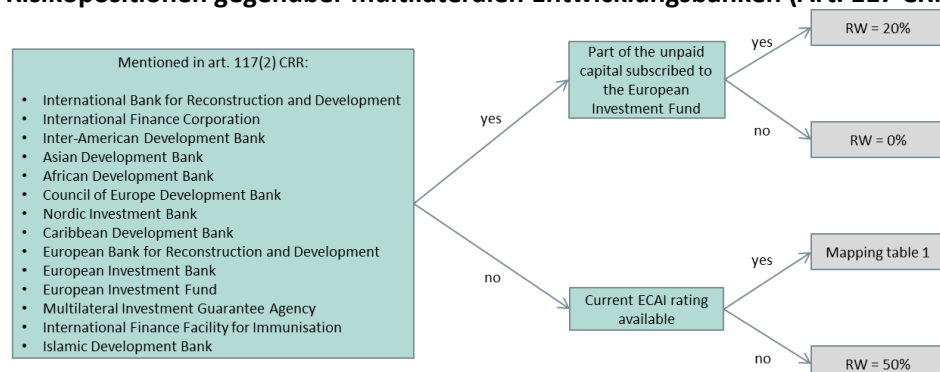
Anmerkung: Bei Exposure außerhalb des EWR muss das Herkunftsland, z.B. Neuseeland, für seine Sub-Sovereigns ebenfalls ein Risikogewicht von 0% ansetzen, damit das Risikogewicht bei hiesigen Investoren ebenfalls 0% betragen kann. Dies tut z.B. der [neuseeländische Regulator \(RBNZ\)](#) nicht, sondern setzt für seine Sub-Sovereigns 20% an (Beispiel: Größter dortiger Sub-Sovereign Auckland Council).

* Kirchen und Religionsgemeinschaften werden ebenfalls wie Gebietskörperschaften behandelt, sofern die Kriterien des Art. 115(3) CRR erfüllt sind.

Risikogewichtung von Supranationals

Für Supranationals ergibt sich die Risikogewichtung aus den Art. 117 und 118 CRR. Im Rahmen jener werden die multilateralen Entwicklungsbanken und internationalen Organisationen genannt, für die ein Risikogewicht von 0% möglich ist. Für Emittenten, die dort nicht genannt werden (z.B. EUROFIMA), lässt sich die Höhe des Risikogewichts, sofern ein Rating vorliegt, anhand der Tabelle in Art. 117(1) CRR (s. unten) ableiten. Liegt keines vor, ist das Risikogewicht mit 50% anzusetzen. Für in Art. 118 CRR nicht aufgeführte internationale Organisationen ergibt sich das Risikogewicht hingegen aus den Vorschriften zur Risikogewichtung von Corporates (Art. 122 CRR)

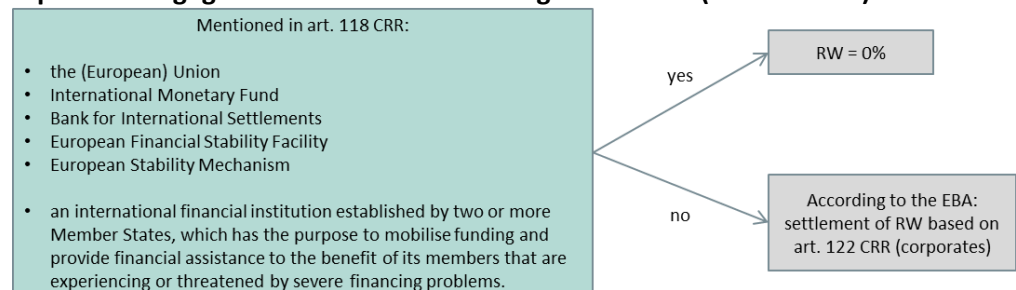
Risikopositionen gegenüber multilateralen Entwicklungsbanken (Art. 117 CRR)



Mapping table 1

Rating Class	1	2	3	4	5	6
Risk Weight (RW)	20%	30%	50%	100%	100%	150%

Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

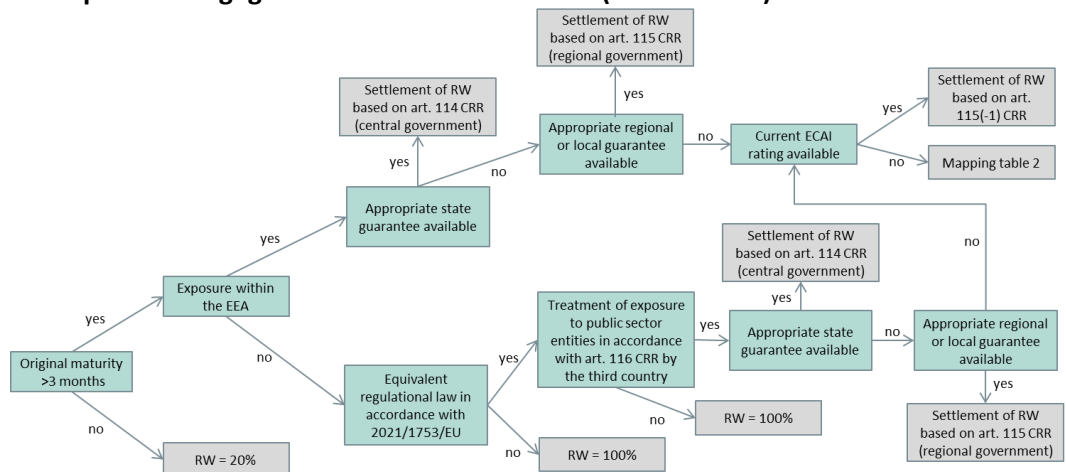
Risikopositionen gegenüber internationalen Organisationen (Art. 118 CRR)

Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

Risikogewichtung von Agencies

Grundsätzlich erlaubt die Existenz einer angemessenen Garantie, das Risikogewicht der garantiegebenden Zentral-, Regional- oder Lokalregierung auch auf die jeweilige Agency anzuwenden. Unklar ist indes, was im Rahmen der CRR als angemessene Garantie erachtet wird. Grundsätzlich dürfte hierunter die explizite Garantie fallen, die u.E. den stärksten Haftungsmechanismus darstellt. Weitere Sicherungsmechanismen wie z.B. die Maintenance Obligation sind hier deutlich schwerer einzuordnen. Die EBA stellt eine [Liste](#) zur Verfügung, auf der alle öffentlichen Stellen (public sector entities, PSE) aufgelistet sind, die wie Exposure gegenüber RGLA/Sovereigns behandelt werden dürfen. Diese beinhaltet daher eine explizite Nennung der Emittenten, für die ein Risikogewicht von 0% angewendet werden darf. Besteht keine derartige Zuordnung oder eine angemessene Garantie, werden Risikopositionen gegenüber öffentlichen Stellen, für die eine Bonitätsbeurteilung vorliegt, laut Art. 116(2) gemäß Art. 115(-1) behandelt. Liegt hingegen kein Rating vor, wird auf das Rating der jeweiligen Zentralregierung referenziert (s. unten).

Risikopositionen gegenüber öffentlichen Stellen (Art. 116 CRR)



Mapping table 2

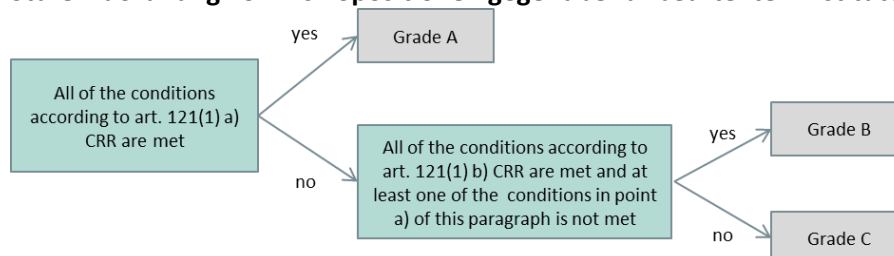
Rating Class of central government	1	2	3	4	5	6	unrated
Risk Weight (RW)	20%	50%	100%	100%	100%	150%	100%

Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

Risikogewichtung von Instituten

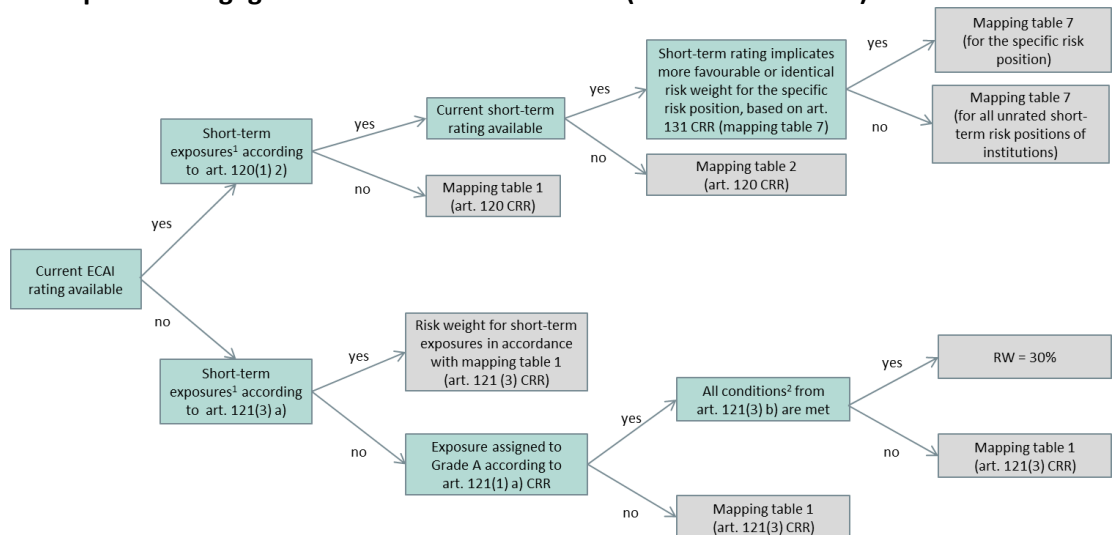
Für Agencies, die keine angemessene Garantie aufweisen und keine Corporates darstellen, ist die Risikogewichtung aus Art. 119 CRR ableitbar. Hier wird auf das Rating referenziert, sofern eines besteht. Unterschiede ergeben sich hier je nach Laufzeit (höchstens drei Monate und größer drei Monaten bzw. bei Risikopositionen aus grenzüberschreitendem Warenverkehr höchstens sechs und größer sechs Monaten). Besteht kein Rating, ergibt sich das Risikogewicht insbesondere in Abhängigkeit von der Zuordnung der Risikoposition auf Grundlage eines Drei-Stufen-Modells und u.a. unter Berücksichtigung der Erfüllung der Eigenmittelanforderungen nach Art. 92(1) CRR, wobei Risikopositionen der Stufe A das geringste Risikogewicht zugeordnet wird, sowie in Abhängigkeit von der Laufzeit.

Stufenzuordnung von Risikopositionen gegenüber unbeurteilten Instituten (Art. 121 CRR)



Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

Risikopositionen gegenüber beurteilten Instituten (Art. 119 – 121 CRR)



Mapping table 1 (art. 120 CRR)

Rating Class	1	2	3	4	5	6
Risk Weight (RW)	20%	30%	50%	100%	100%	150%

Mapping table 2 (art. 120 CRR)

Rating Class	1	2	3	4	5	6
Risk Weight (RW)	20%	20%	20%	50%	50%	150%

Mapping table 7 (art. 131 CRR)

Rating Class	1	2	3	4	5	6
Risk Weight (RW)	20%	50%	100%	150%	150%	150%

Mapping table 1 (art. 121(3) CRR)

Rating Class	Grade A	Grade B	Grade C
Risk Weight (RW) for short-term exposures	20%	50%	150%
Risk Weight (RW)	40%	75%	150%

Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

¹ Die Risikoposition hat eine Ursprungslaufzeit von höchstens drei Monaten oder die Risikoposition hat eine Ursprungslaufzeit von höchstens sechs Monaten und resultiert aus dem grenzüberschreitenden Warenverkehr.

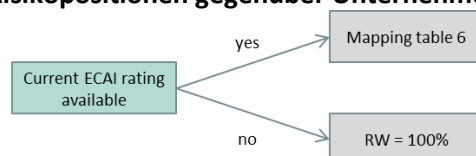
² Die Risikoposition erfüllt keine der unter Buchstabe a) festgelegten Bedingungen, die Quote des harten Kernkapitals des Instituts beträgt mindestens 14% und die Verschuldungsquote des Instituts beträgt mindestens 5%.

Anmerkung: Gemäß Art. 119(4) CRR können bestimmte Risikopositionen wie Risikopositionen gegenüber Zentralbanken gewichtet werden; gemäß Art. 113(6) und (7) CRR ist eine 0%-Gewichtung von Risikopositionen, die Gruppenbeteiligungen betreffen, möglich.

Risikogewichtung von Unternehmen

Die Höhe des Risikogewichts von Positionen gegenüber Unternehmen wird in Art. 122 CRR geregelt und lässt sich unmittelbar aus dem Rating des Corporates ableiten. Besteht hingegen kein Rating, wird ein Risikogewicht von 100% zugewiesen. Die für Risikopositionen ohne Bonitätsbeurteilung zuvor geltende Regelung, wonach das Risikogewicht des Zentralstaats anzusetzen ist, in dessen Hoheitsgebiet das Unternehmen seinen Sitz hat, falls dieses höher ist als 100%, gilt seit dem 01. Januar 2025 nicht mehr. Zudem ist für Corporates mit Ratingklasse 3 seit Anfang 2025 ein Risikogewicht von 75% (vorher: 100%) anzusetzen.

Risikopositionen gegenüber Unternehmen (Art. 122 CRR)



Mapping table 6

Rating Class	1	2	3	4	5	6
Risk Weight (RW)	20%	50%	75%	100%	150%	150%

Quelle: CRR, NORD/LB Floor Research

Unsere Einschätzung zur Höhe des anzusetzenden Risikogewichts bei Supranationals

Daraus abgeleitet ergibt sich für unsere definierte Coverage innerhalb der NORD/LB für supranationale Einheiten Folgendes: Alle Supranationals, mit Ausnahme der EUROFIMA und der CAF (beide je 20%), sind mit einem Risikogewichtung von 0% ansetzbar.

Unsere Einschätzung zur Höhe des anzusetzenden Risikogewichts bei Agencies

Deutlich komplexer ist – wie oben dargelegt – hingegen die Einordnung der nationalen und regionalen Förderinstitute, Agencies mit Sondermandaten etc. Auch die Mehrheit unserer Coverage weist ein Risikogewicht von 0% auf. Jedoch ergibt sich aufgrund der teils fehlenden Garantien umgehend eine Einordnung von 20% oder gar 50%. Unsere Einschätzung entnehmen Sie bitte den folgenden zwei Seiten. Zuvor aber fassen wir Ihnen die wesentlichen Änderungen bei einzelnen Emittenten aus unserer Coverage zusammen, die sich seit unserem letzten Artikel zu diesem Thema ergeben haben.

Downgrade führt zu Veränderungen im Risikogewicht bei französischen Agencies

Nachdem Fitch am 12. September des vergangenen Jahres 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 wenig später auch die (erwartbare) Anpassung der Ratings und Ausblicke diverser staatsnaher Emittenten. Da einige französische Agencies aus unserer Coverage – wie CADES, UNEDIC, CDCEPS sowie CCCI – über eine gemäß CRR angemessene Garantie verfügen oder laut EBA-Liste als Exposure gegenüber regionalen und lokalen Gebietskörperschaften (RGLA) bzw. Sovereigns behandelt werden und damit trotz des Downgrades unverändert von einem 0%-Risikogewicht profitieren, hatte dieses für einige französische Agencies unmittelbare Folgen für die Höhe ihres Risikogewichtes: Existiert keine angemessene Garantie oder eine wie oben beschriebene Zuordnung, ergibt sich das Risikogewicht aus dem Rating, sofern eines besteht. Abhängig davon, ob das entsprechende Risikogewicht über Art. 116 CRR (öffentliche Stellen) oder Art. 120 CRR (Institute) hergeleitet wird, ergibt sich am aktuellen Rand für AFD, BPIFRA, SAGESS, AFLBNK sowie ALSFR nunmehr entweder ein Risikogewicht von 50% oder 30% (zuvor: 20%). Aufgrund der Heterogenität und Besonderheiten der französischen Agencies ist eine solche Zuordnung nicht (immer) eindeutig möglich, sondern auslegungsbedürftig. Unseres Erachtens gibt es nachvollziehbare Gründe für beide Ansätze, wir würden allerdings tendenziell die konservative Auslegung bevorzugen.

... während andere Agencies von einer verbesserten Behandlung profitieren (könnten)

Demgegenüber hat die französische Société des Grands Projets (SGP; Ticker: SOGRPR) mit Wirkung zum 17. Dezember 2025 eine 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 ergibt sich hieraus ein Risikogewicht von 0% (vorher: 20%). Auch bei der norwegischen Agency Kommunalbanken (Ticker: KBN) könnte sich perspektivisch eine Änderung ergeben, da das Parlament einen Antrag bei der norwegischen Regierung zur Überprüfung der regulatorischen Behandlung eingereicht hat. Konkret geht es um die Frage, ob Risikopositionen gegenüber dem Kommunalfinanzierer künftig wie solche gegenüber dem Zentralstaat behandelt werden sollten. Bisher hat das Parlament die Prüfung lediglich beantragt und es ist daher ungewiss, ob die Regierung Änderungen vorschlagen wird sowie welche Auswirkungen damit verbunden wären. Würden Risikopositionen gegenüber der KBN wie solche gegenüber dem Zentralstaat angesehen werden, dürfte daraus aus unserer Sicht ein Risikogewicht i.H.v. 0% (aktuell: 20%) resultieren.

Unsere Einschätzung der Risikogewichtung von Supranationals und Agencies

Bloomberg-Ticker	Land / Typ	Risikogewicht (Standardansatz)	Rating (Fitch/Moody's/S&P)
EFSF	Supranational	0%	A+ / Aaa / A+
ESM	Supranational	0%	AAA / Aaa / AAA
EU	Supranational	0%	AAA / Aaa / AA+
EIB	Supranational	0%	AAA / Aaa / AAA
EBRD	Supranational	0%	AAA / Aaa / AAA
NIB	Supranational	0%	- / Aaa / AAA
COE	Supranational	0%	AAA / Aaa / AAA
EUROF	Supranational	20%	AA / Aa2 / AA
IBRD	Supranational	0%	AAAu / Aaa / AAA
IDAWBG	Supranational	0%	- / Aaa / AAA
IFC	Supranational	0%	- / Aaa / AAA
IADB	Supranational	0%	AAAu / Aaa / AAA
CAF	Supranational	20%	AA- / Aa3 / AA+
ASIA	Supranational	0%	AAA / Aaa / AAA
AIIB	Supranational	0%	AAA / Aaa / AAA
ISDB	Supranational	0%	AAA / Aaa / AAA
AFDB	Supranational	0%	AAA / Aaa / AAA
KFW	Deutschland	0%	AAAu / Aaa / AAA
RENTEN	Deutschland	0%	AAA / - / AAA
FMSWER	Deutschland	0%	- / Aaa / AAA
ERSTAA	Deutschland	0%	AAA / Aa1 / AA
NRWBK	Deutschland	0%	AAA / Aa1 / AA
LBANK	Deutschland	0%	AAA / Aaa / AA+
WIBANK	Deutschland	0%	- / - / AA+
BAYLAN	Deutschland	0%	- / Aaa / -
IBBSH	Deutschland	0%	AAA / - / -
BYLABO	Deutschland	0%	- / Aaa / -
IBB	Deutschland	0%	AAA / Aa1 / -
ILBB	Deutschland	0%	AAA / - / -
SABFOE	Deutschland	0%	- / - / AAA
ISBRLP	Deutschland	0%	AAA / - / -
IFBHH	Deutschland	0%	AAA / - / -
CADES	Frankreich	0%	A+ / Aa3 / A+
AGFRNC	Frankreich	50%*	A+ / - / A+
UNEDIC	Frankreich	0%	A+ / Aa3 / A+
CDCEPS	Frankreich	0%	A+ / Aa3 / A+
BPIFRA (ehemals OSEOFI)	Frankreich	50%*	A+ / Aa3 / -
SAGESS	Frankreich	50%*	- / - / A+
AFLBNK	Frankreich	50%*	A+ / - / A+
SFILFR	Frankreich	20%	- / Aa3 / A+
SOGRPR	Frankreich	0%	A+ / Aa3 / -
CCCI	Frankreich	0% (für garantierte Titel)	A+u / Aa3 / A+u (garantiert) A- / Baa2 / - (nicht garantiert)
ALSFR	Frankreich	50%*	A+ / Aa3 / -

* Konservative Einschätzung unter Anwendung von Art. 116(2) CRR; je nach Auslegung ist auch ein Risikogewicht i.H.v. 30% denkbar (Art. 119 CRR)

Quelle: Bloomberg, Emittenten, NORD/LB Floor Research

Unsere Einschätzung der Risikogewichtung von Supranationals und Agencies (fortgeführt)

Bloomberg-Ticker	Land / Typ	Risikogewicht (Standardansatz)	Rating (Fitch/Moody's/S&P)
BNG	Niederlande	20%	AAA / Aaa / AAA
NEDWBK	Niederlande	20%	- / Aaa / AAA
NEDFIN	Niederlande	0%	AAA / - / AAA
TENNNL	Niederlande	0% (für garantierte Titel) 75% (für nicht garantierte Titel)	- / Aaa / AAA (garantiert) - / A3 / BBB+ (nicht garantiert)
OKB	Österreich	0%	- / Aa1 / AA+
OBND	Österreich	0%	- / Aa1 / AA+
ASFING	Österreich	0%	- / Aa1 / AA+
KBN	Norwegen	20%	- / Aaa / AAA
SEK	Schweden	20%	- / Aa1 / AA+
KOMINS	Schweden	0%	- / Aaa / AAA
FINNVE	Finnland	0%	AA / Aa1 / -
KUNTA	Finnland	0%	- / Aa1 / AA+
KOMMUN	Dänemark	0%	- / Aaa / AAA
ICO	Spanien	0%	A / A3 / A+
FADE*	Spanien	0%	- / - / -
ADIFAL	Spanien	0%	A / Baa1 / -
CORES	Spanien	50%	A / - / A+
CDEP	Italien	50%	BBB+ / Baa2 / BBB+
REFER	Portugal	0% (für garantierte Titel) / 50% (für nicht garantierte Titel)	- / - / -
BGOSK	Polen	0% (in PLN begebene Anleihen) Derzeit: 10% (in EUR begebene Anleihen) 20%** (in EUR begebene Anleihen)	A- / (P)A2 / -
MAGYAR	Ungarn	0% (in HUF begebene Anleihen) Derzeit: 25% (in EUR begebene Anleihen) 50%** (in EUR begebene Anleihen)	BBB / Baa2 / -
MAEXIM	Ungarn	0% (in HUF begebene Anleihen) Derzeit: 25% (in EUR begebene Anleihen) 50%** (in EUR begebene Anleihen)	BBB / - / BBB-
DEXGRP	Belgien / Frankreich	0% (für garantierte Titel) / 50% (für nicht garantierte Titel)	A+ / Aa3 / A+ (garantiert) BBB+ / Baa3 / BBB- (nicht garantiert)
DBJJP	Japan	20% (für garantierte Titel) / 50% (für nicht garantierte Titel)	- / A1 / A+ (garantiert) - / A1 / A (nicht garantiert)
JBIC	Japan	20% (für garantierte Titel) / 50% (für nicht garantierte Titel)	- / A1 / A+ (garantiert) - / A1 / A+ (nicht garantiert)
JFM	Japan	20% (für garantierte Titel) / 50% (für nicht garantierte Titel)	- / A1 / A+ (garantiert) - / A1 / A+ (nicht garantiert)
EIBKOR	Südkorea	20%	AA- / Aa2 / AA
INDKOR	Südkorea	20%	AA- / Aa2 / AA-
KDB	Südkorea	20%	AA- / Aa2 / AA
SDBC	China	50%	- / A1 / A+
EXIMCH	China	50%	Au / A1 / A+
NZLGFA	Neuseeland	20%	AA+ / - / AAA
EDC	Kanada	20%	- / Aaa / AAA

* Es liegen keine Emittentenratings vor, die Anleihen werden jedoch analog zum spanischen Staat geratet

** Ohne Berücksichtigung der vorübergehenden Behandlung nach Art. 500a CRR

Quelle: Bloomberg, Emittenten, NORD/LB Floor Research

Unsere Einschätzung der Risikogewichtung von Supranationals und Agencies (fortgeführt)

Bloomberg-Ticker	Land / Typ	Risikogewicht (Standardansatz)	Rating (Fitch/Moody's/S&P)
CPPIBC	Kanada	20%	- / Aaa / -
CADEPO	Kanada	20%	AAA / Aaa / -
ONTTFT	Kanada	20%	- / Aa1 / -
PSPCAP	Kanada	20%	AAA / Aaa / -
OMERFT	Kanada	20%	AAA / Aa1 / -

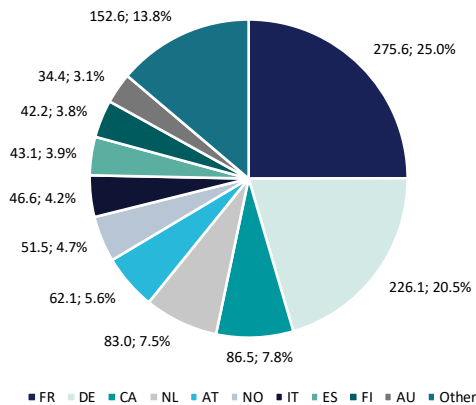
Quelle: Bloomberg, Emittenten, NORD/LB Floor Research

Fazit

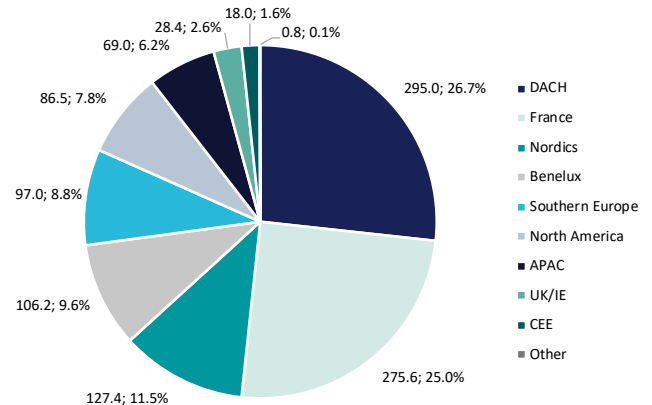
Die regulatorische Behandlung von SSA-Anleihen im Kontext der Risikogewichtung sehen wir als ein wichtiges Kriterium für Investitionsentscheidungen an, da diese maßgeblichen Einfluss auf die Höhe des gebundenen Kapitals (Stichwort: Opportunitätskosten) und damit auch auf die relative Attraktivität eines Emittenten bzw. einer Anleihe hat. Dabei unterscheidet sich die Höhe des anzusetzenden Risikogewichts innerhalb des SSA-Segments zum Teil deutlich. Während ein Großteil der Emittenten aus unserer Coverage von einem Risikogewicht von 0% profitiert, beispielsweise weil diese explizit in Art. 118 CRR genannt oder sie wie z.B. deutsche Länder von der Aufsichtsbehörde als dem Zentralstaat gleichgesetzt betrachtet werden, sind bei einigen Agencies aufgrund teils fehlender Garantien auch Risikogewichte i.H.v. 20% oder gar 50% anzusetzen. Aufgrund ihrer Heterogenität, etwaiger Sondermandate sowie spezifischen Besonderheiten ist die Zuordnung des Risikogewichts speziell bei Agencies jedoch alles andere als trivial und nicht (immer) eindeutig möglich, sondern interpretations- bzw. auslegungsbedürftig. Demzufolge kann es bei der Höhe des anzusetzenden Risikogewichts teilweise durchaus abweichende Marktmeinungen geben.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



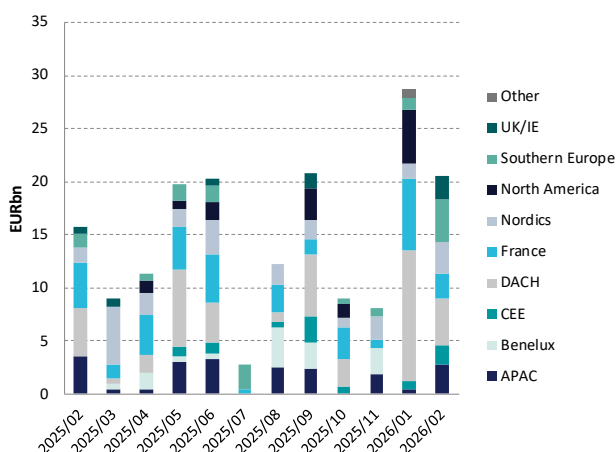
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



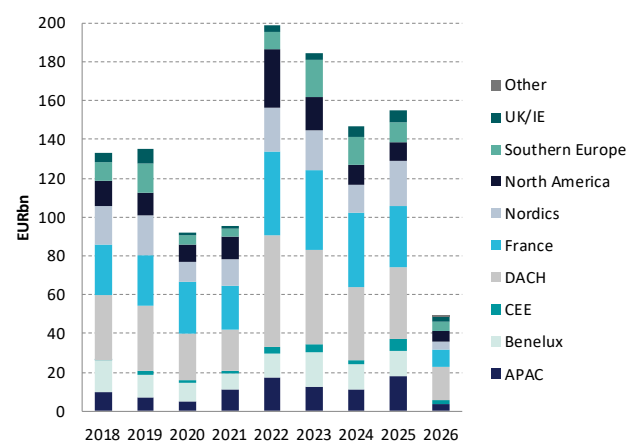
Top 10-Jurisdiktionen

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	275.6	268	38	0.97	8.9	4.3	1.78
2	DE	226.1	316	49	0.67	7.8	3.7	1.82
3	CA	86.5	64	1	1.33	5.5	2.2	1.77
4	NL	83.0	81	4	0.96	10.4	5.3	1.60
5	AT	62.1	103	5	0.60	8.0	3.5	1.71
6	NO	51.5	60	11	0.86	7.1	3.3	1.52
7	IT	46.6	61	6	0.73	7.9	3.8	2.23
8	ES	43.1	42	4	0.99	9.0	3.3	2.19
9	FI	42.2	51	4	0.82	6.6	2.9	1.96
10	AU	34.4	35	0	0.98	7.2	2.8	2.01

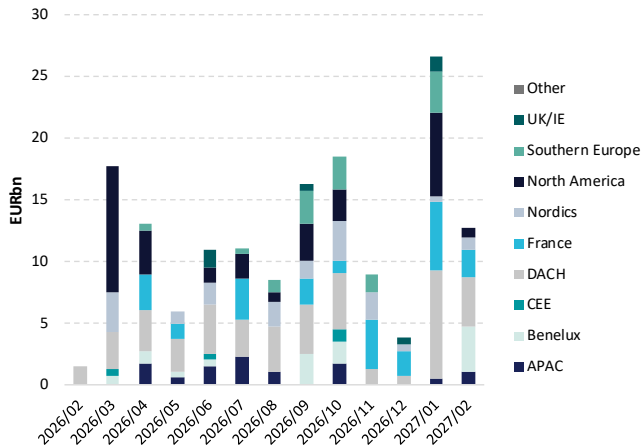
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



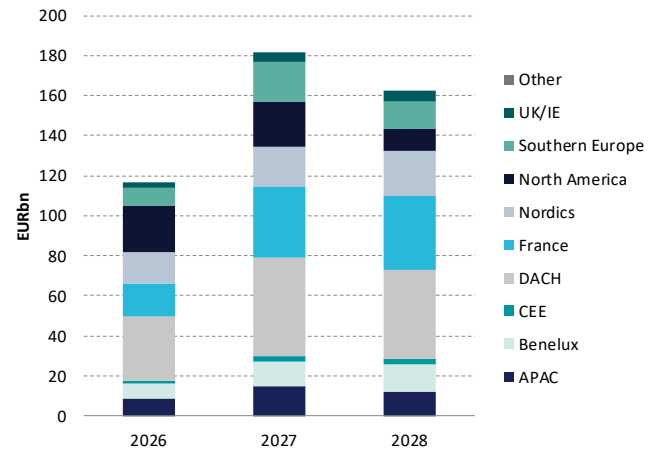
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



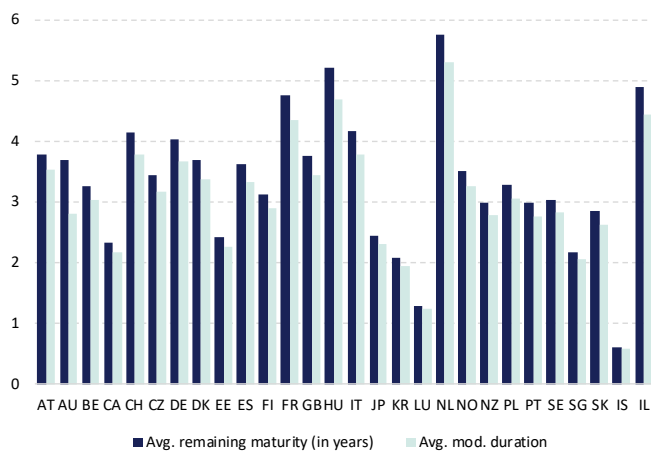
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



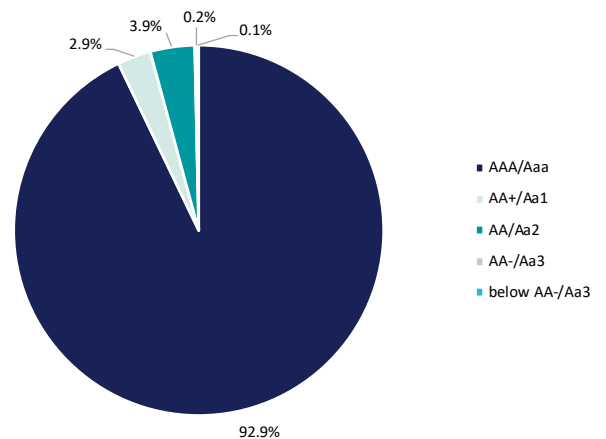
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



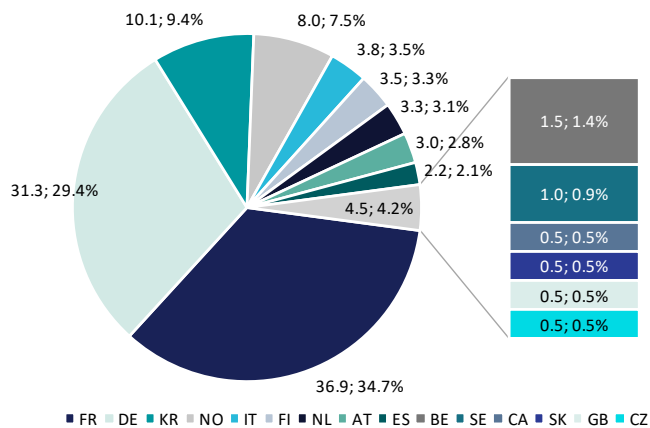
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



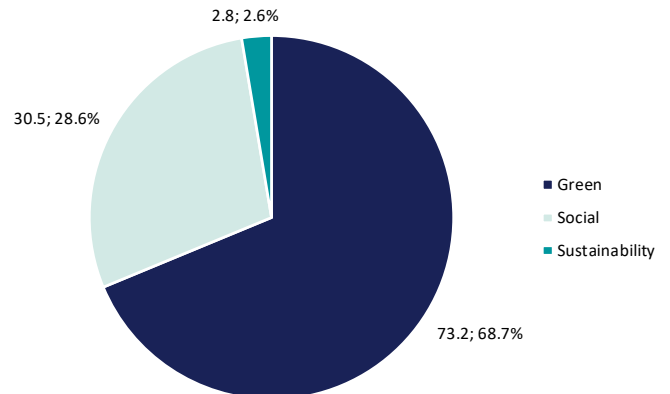
Ratingverteilung (volumengewichtet)



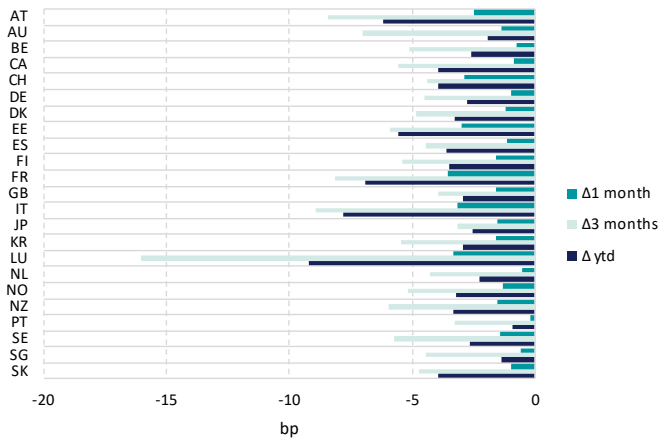
EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)



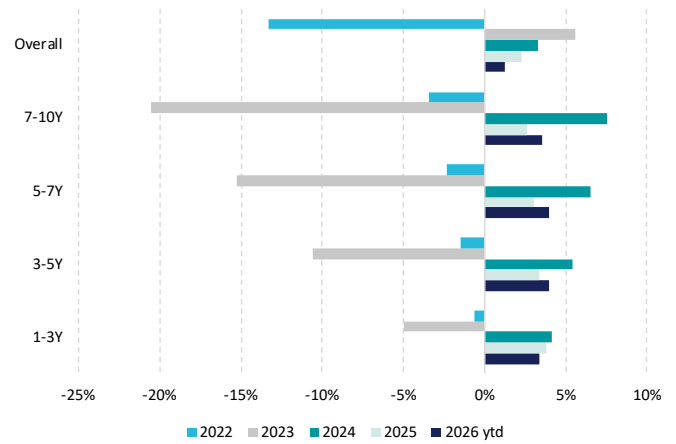
EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)



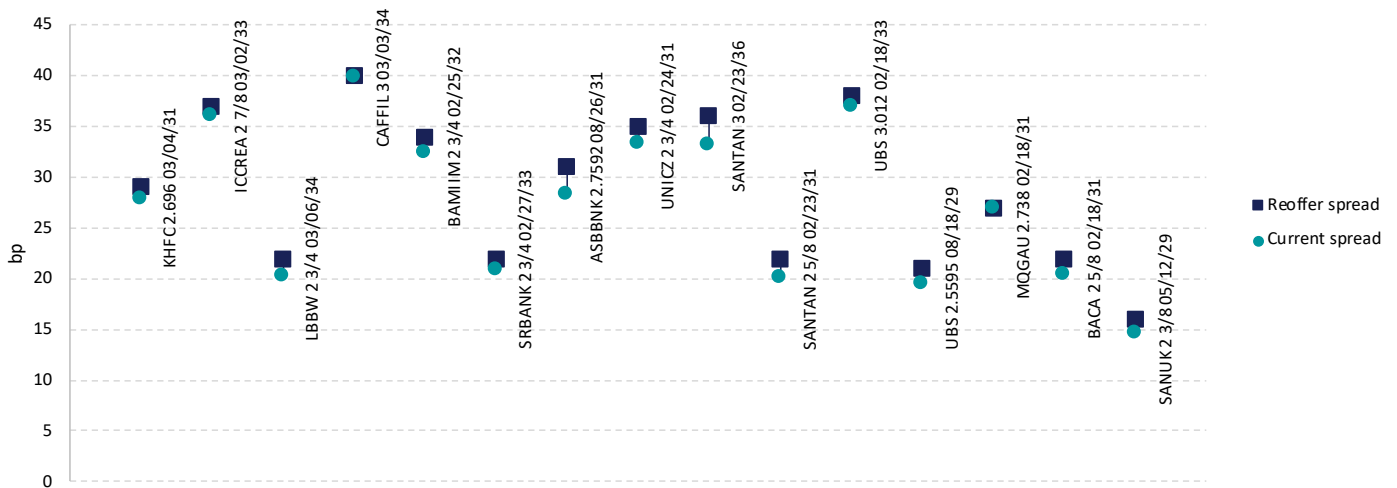
Spreadveränderung nach Land



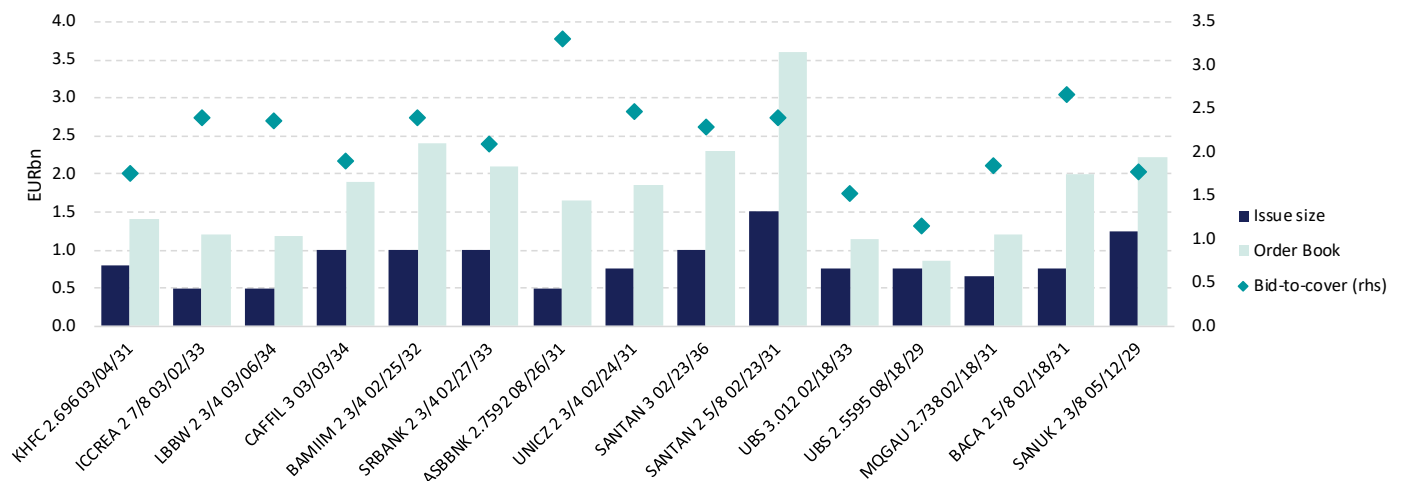
Covered Bond Performance (Total Return)

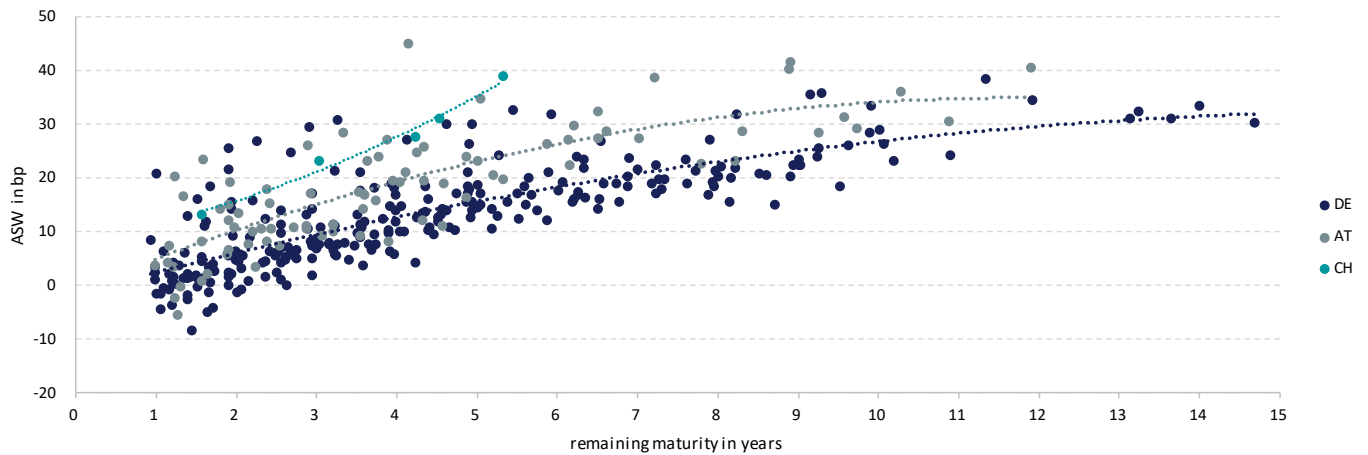
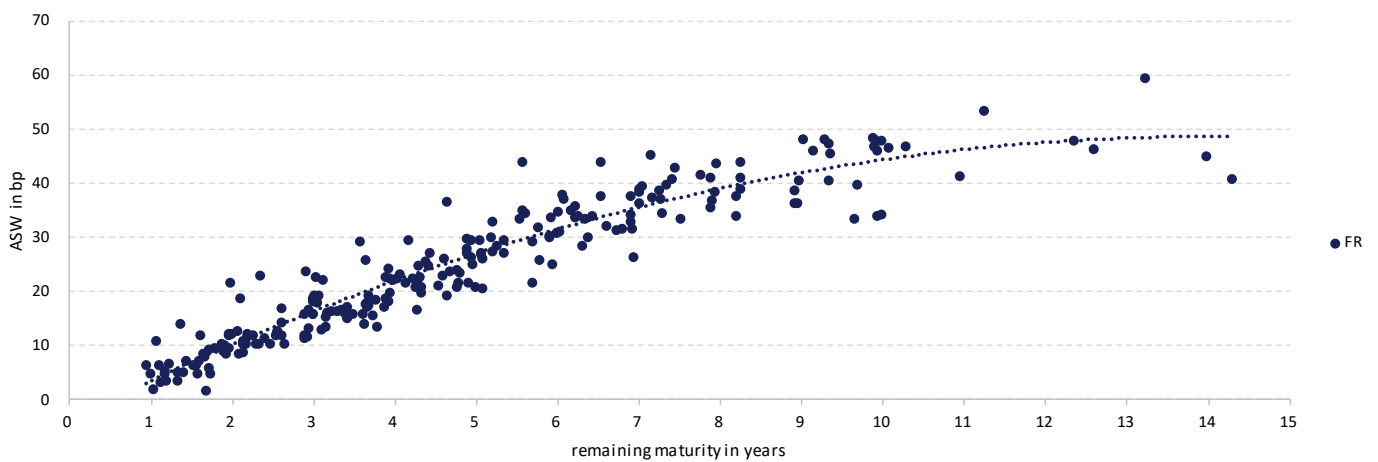
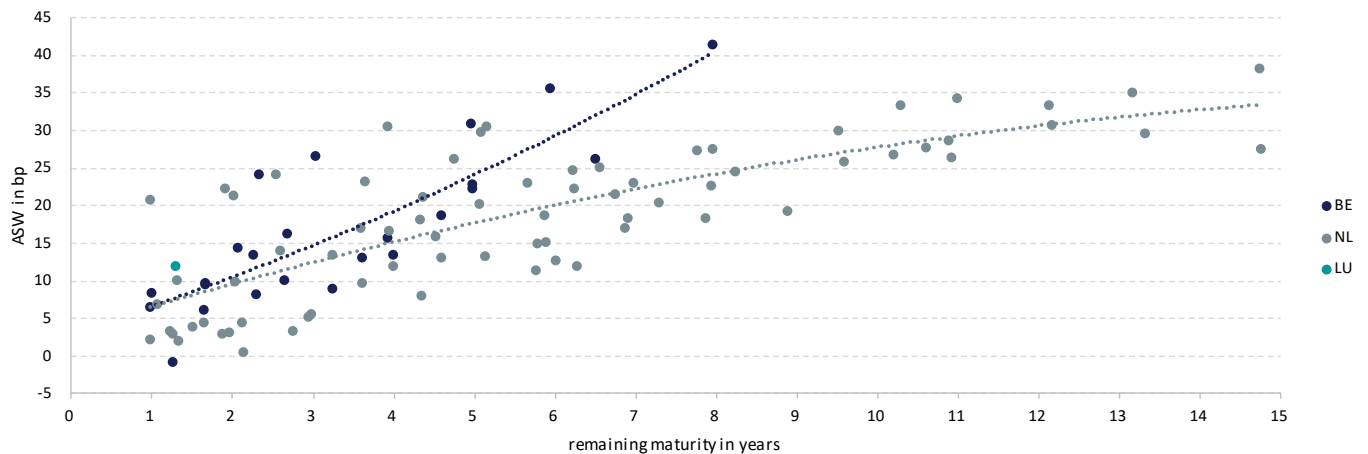


Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

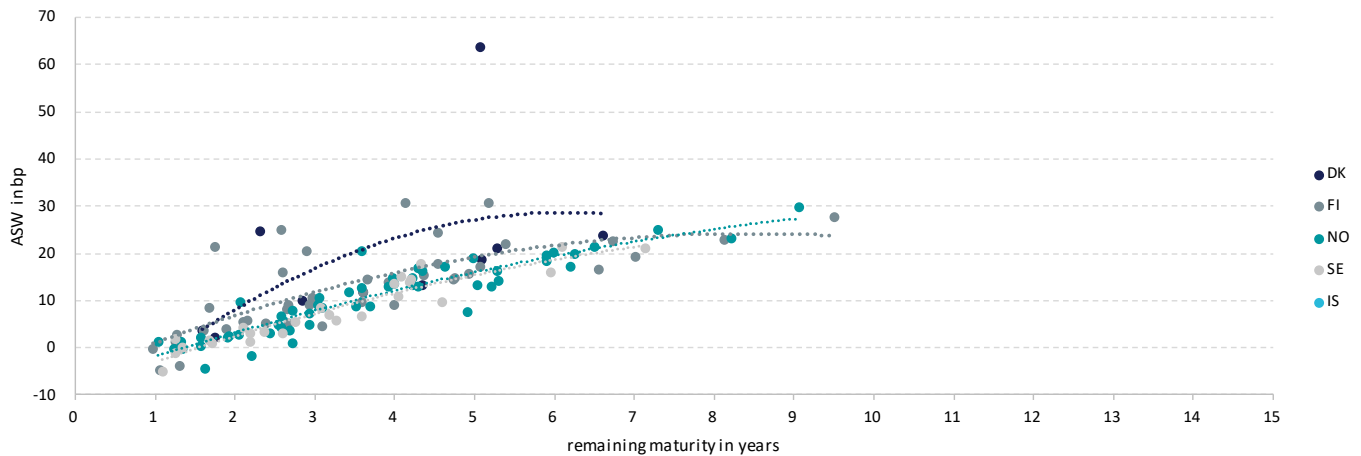


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

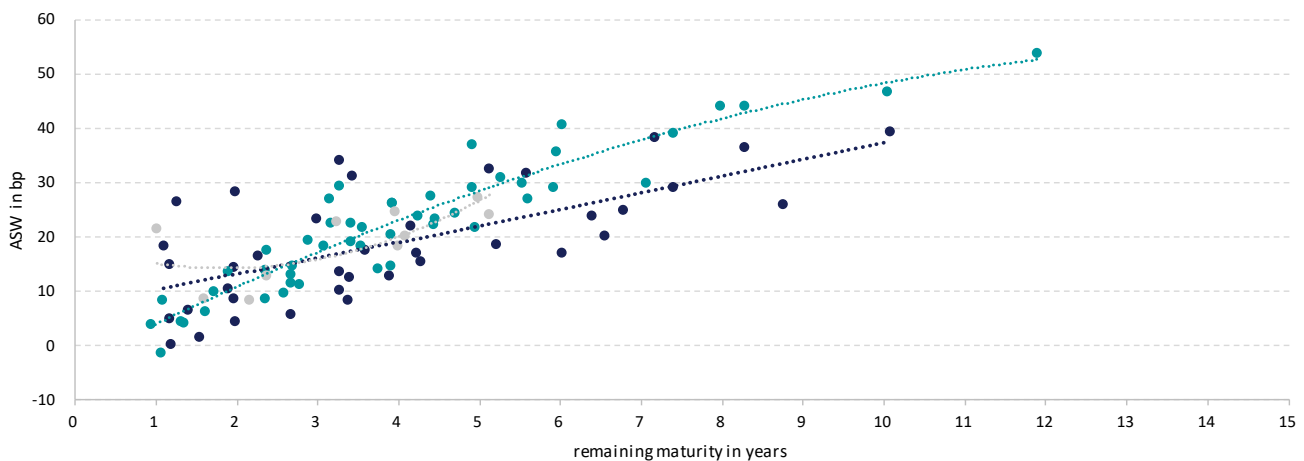


Spreadübersicht¹DACH   France Benelux   

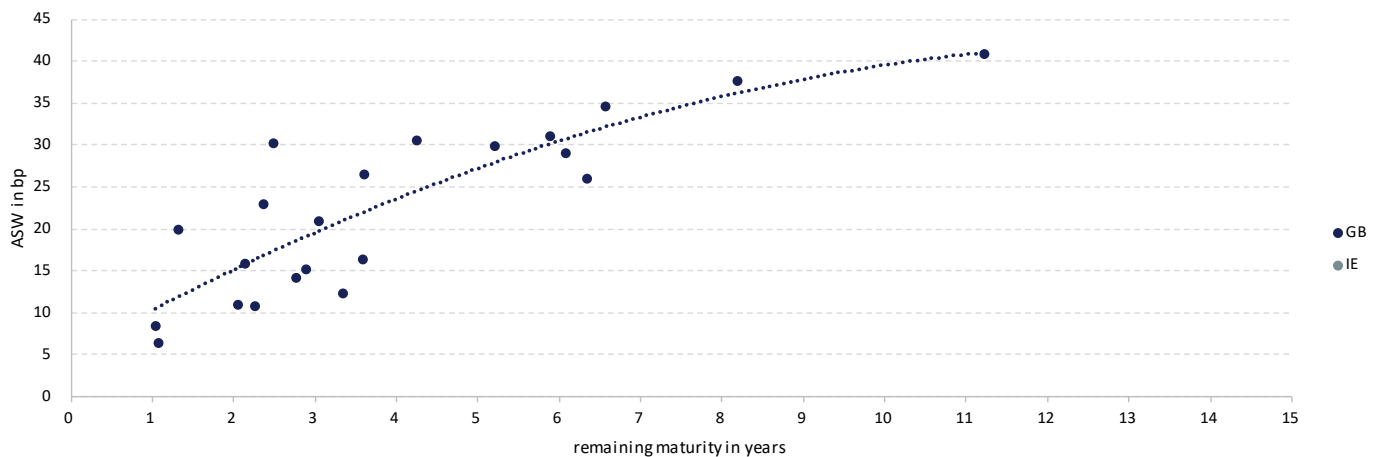
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



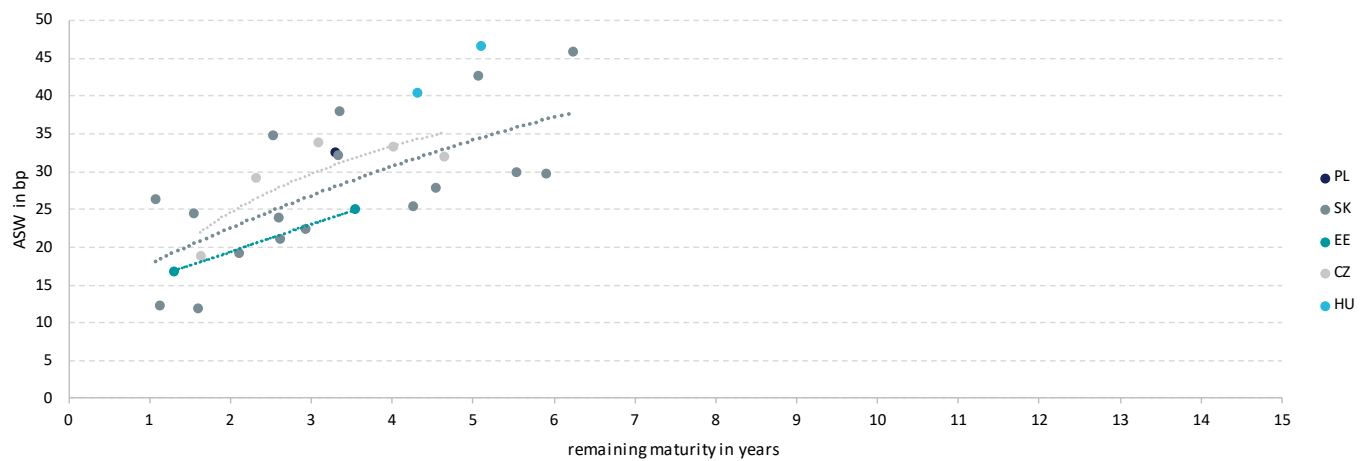
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



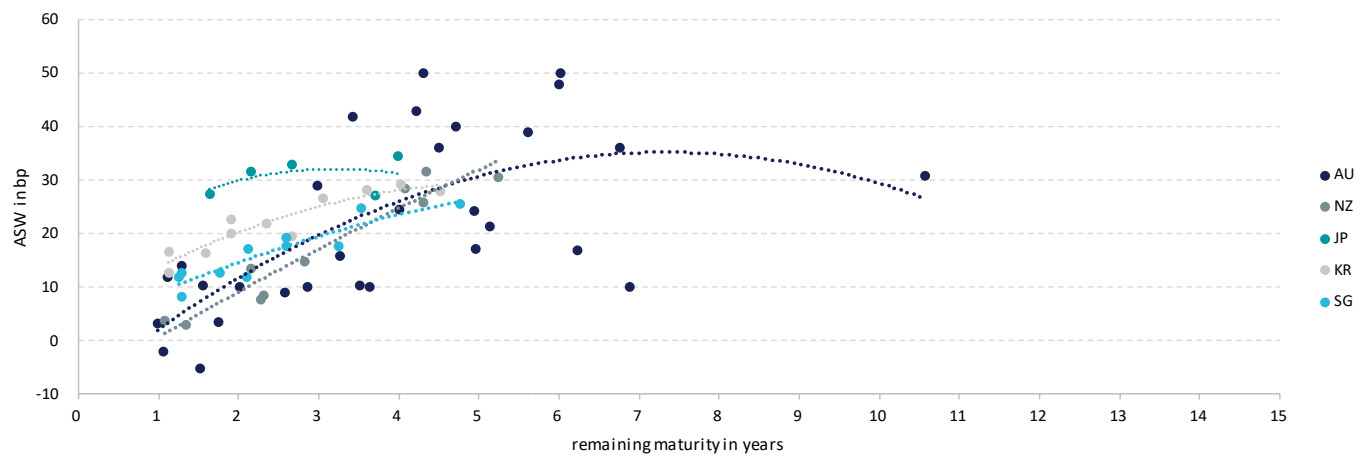
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



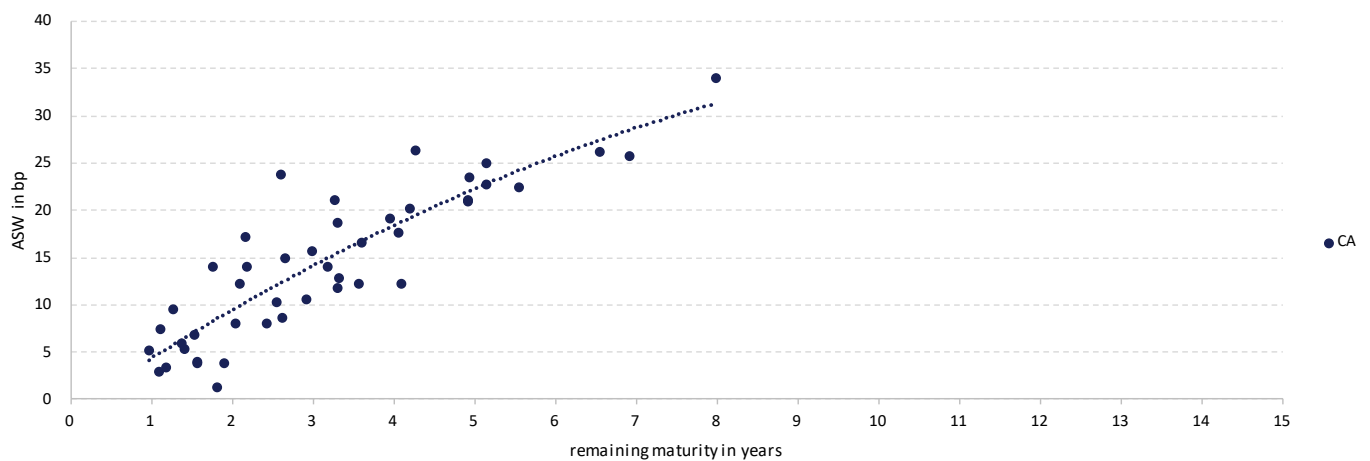
CEE



APAC



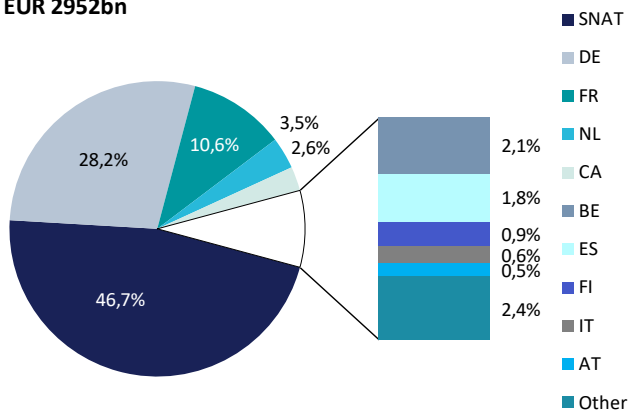
North America



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

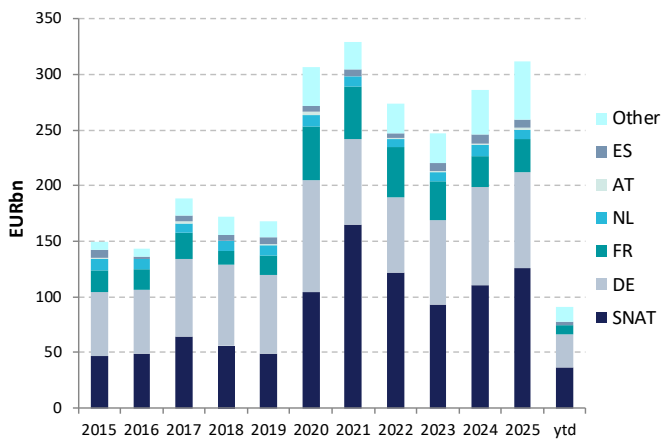
EUR 2952bn



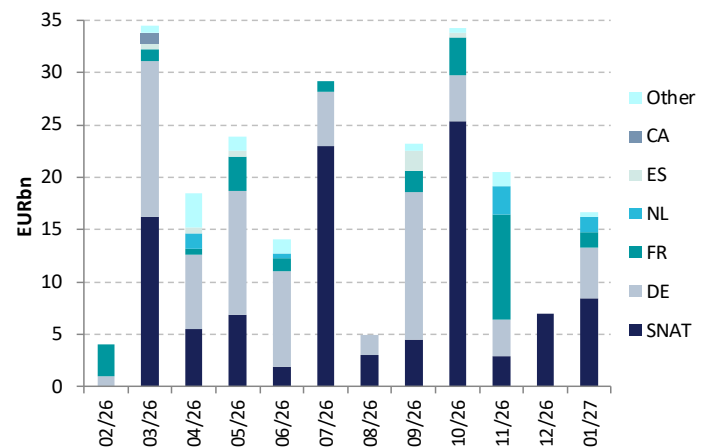
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.379,6	272	5,1	7,4
DE	832,4	626	1,3	5,7
FR	311,8	208	1,5	5,2
NL	102,5	91	1,1	5,9
CA	78,0	68	1,1	6,2
BE	61,8	56	1,1	9,3
ES	54,4	78	0,7	4,8
FI	27,2	28	1,0	3,8
IT	18,9	25	0,8	4,3
AT	14,5	21	0,7	5,0

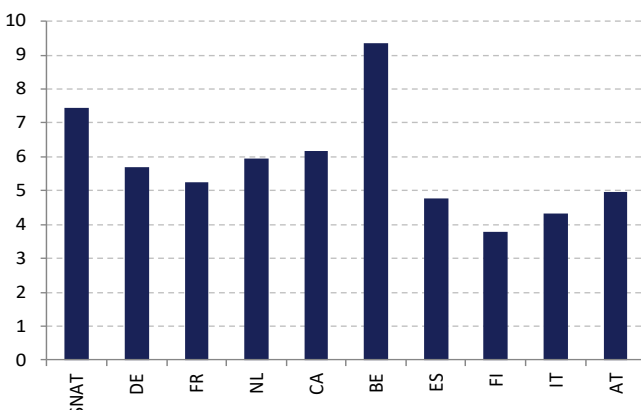
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



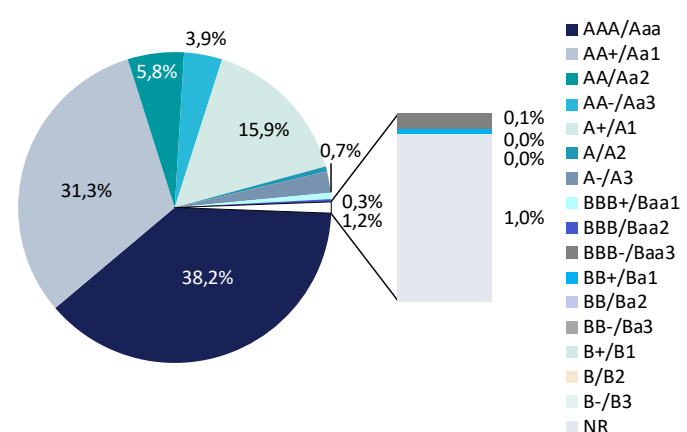
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



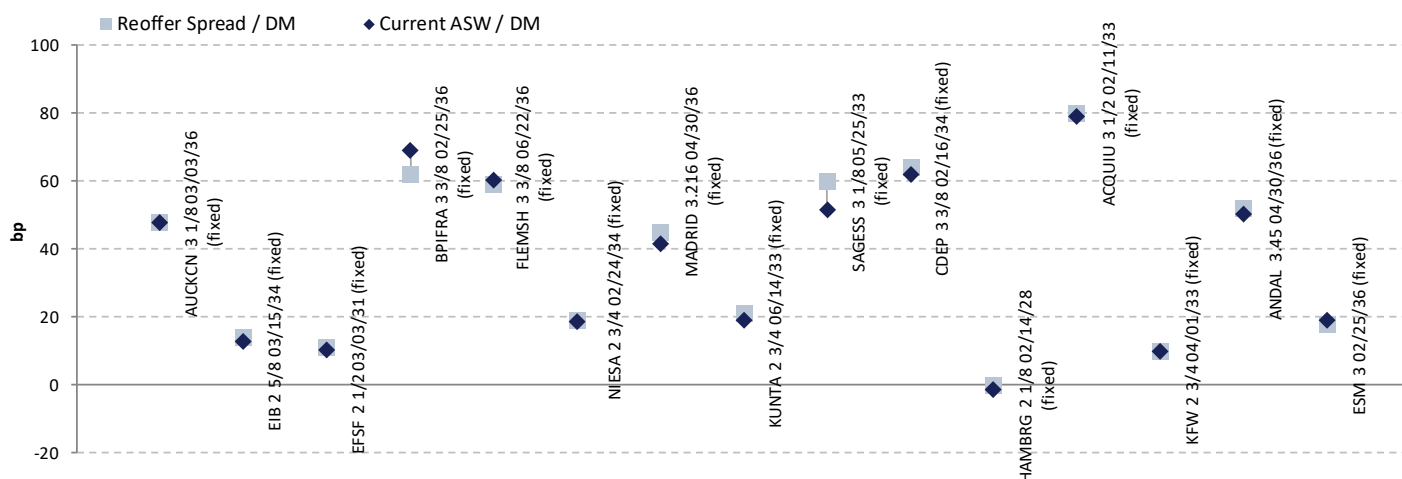
Vol. gew. Modified Duration nach Land



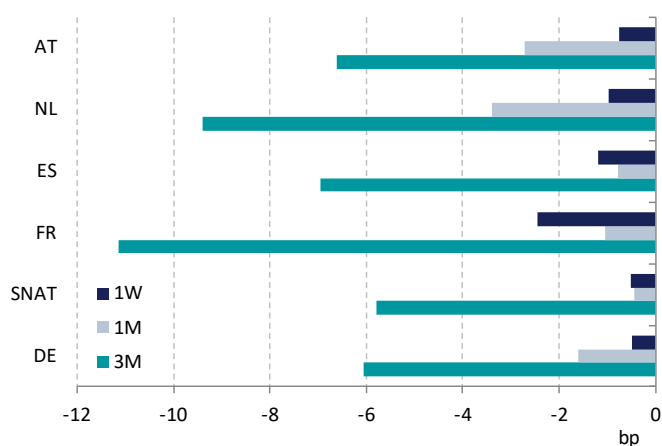
Ratingverteilung (volumengewichtet)



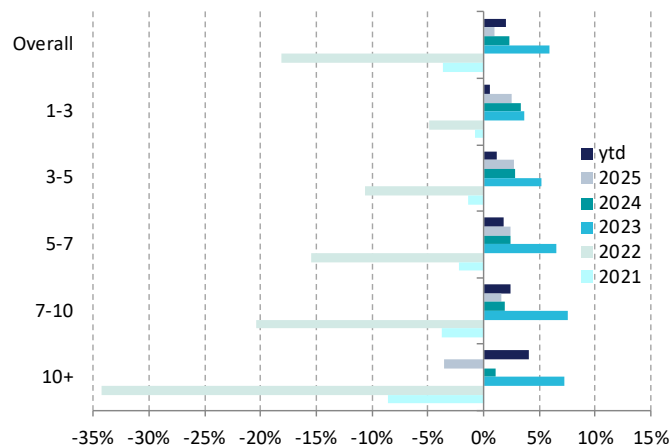
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



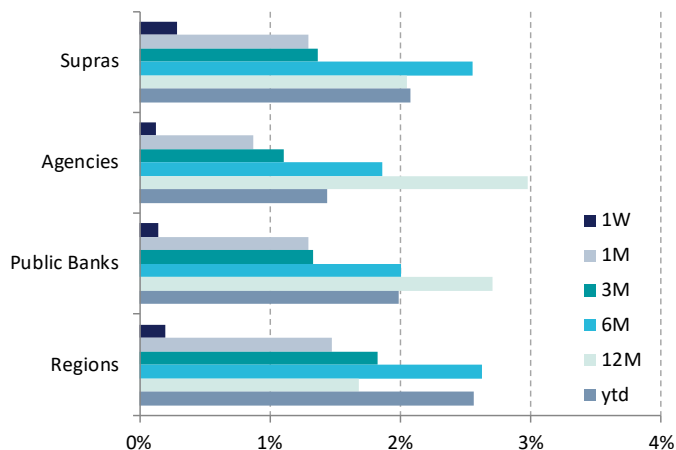
Spreadentwicklung nach Land



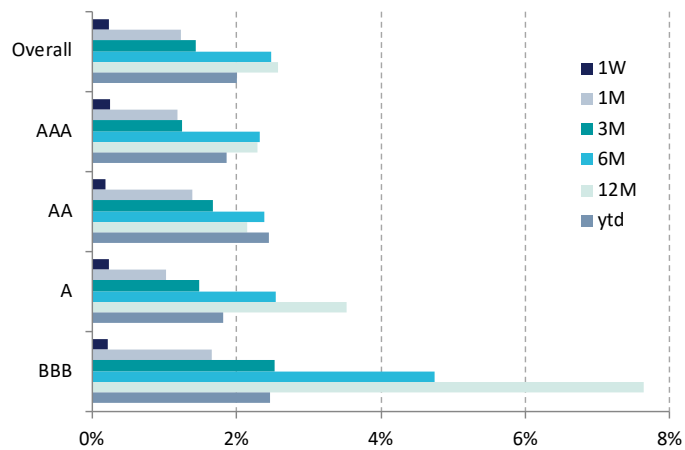
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



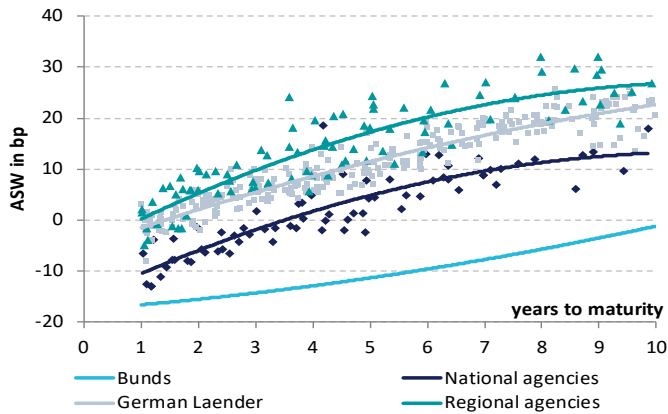
SSA-Performance nach Regionen (Total Return)



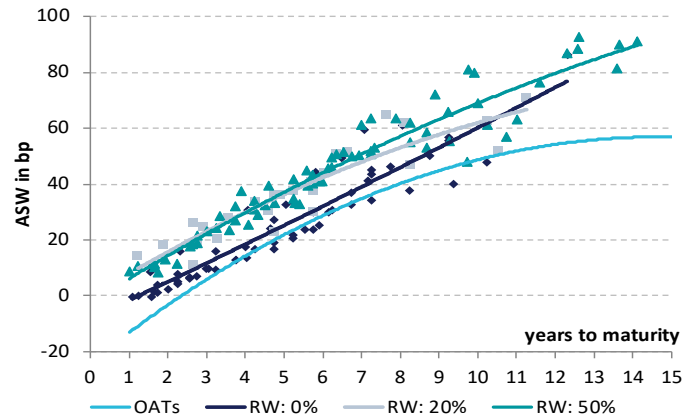
SSA-Performance nach Rating (Total Return)



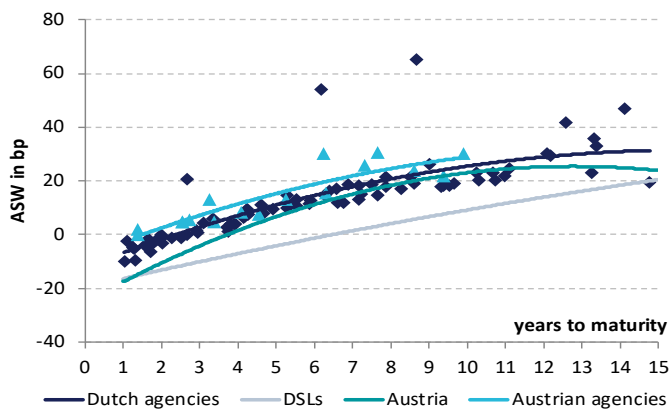
Germany (nach Segmenten)



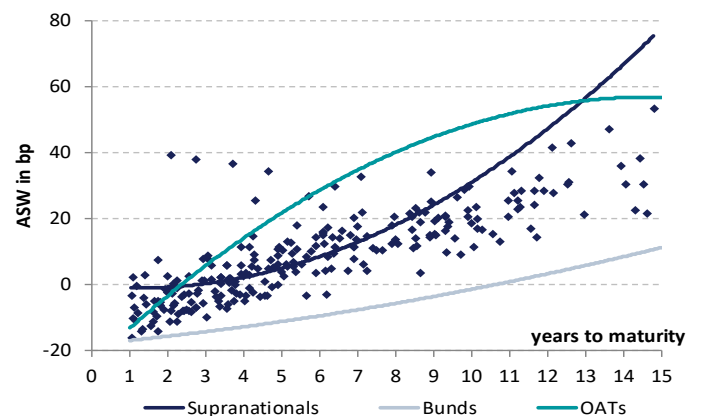
France (nach Risikogewichten)



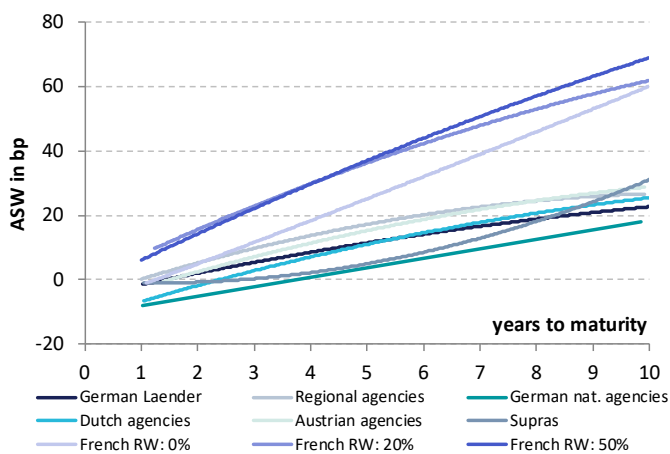
Netherlands & Austria



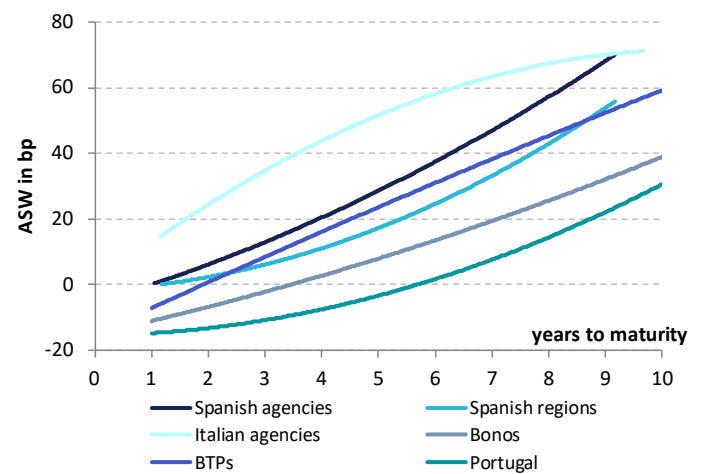
Supranationals



Core



Periphery



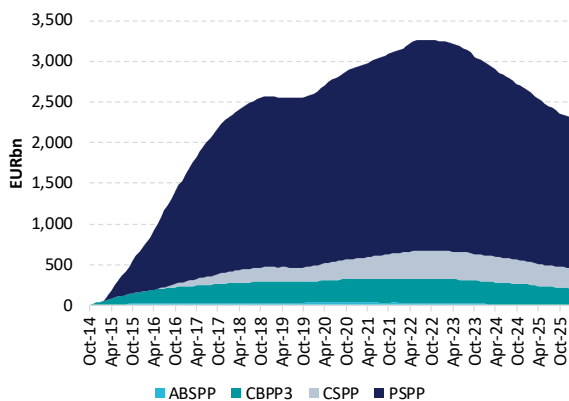
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

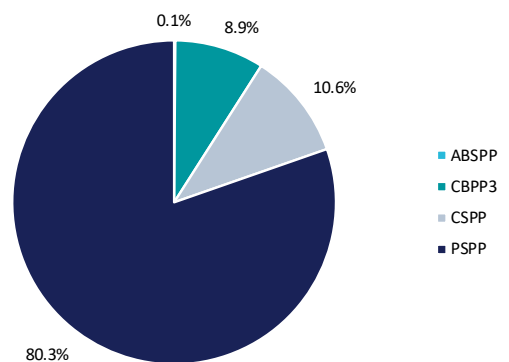
EZB-Tracker

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

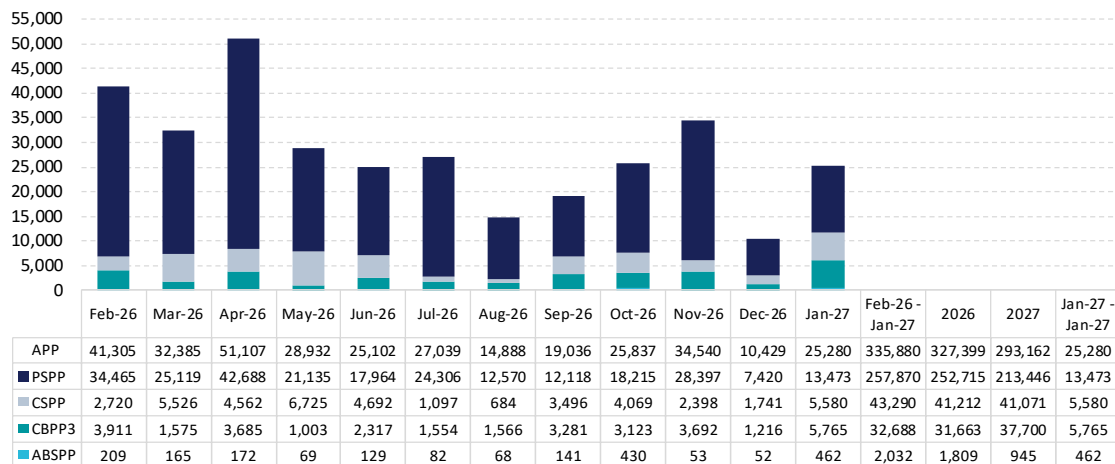
APP: Portfolioentwicklung



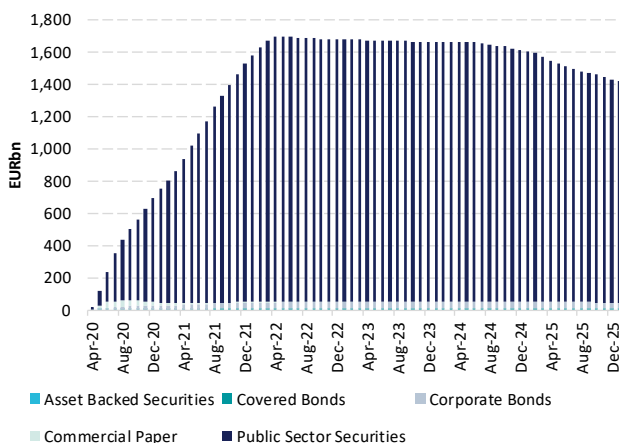
APP: Portfoliostruktur



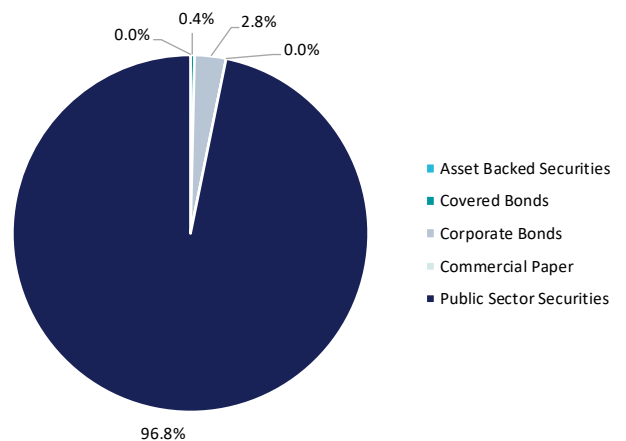
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



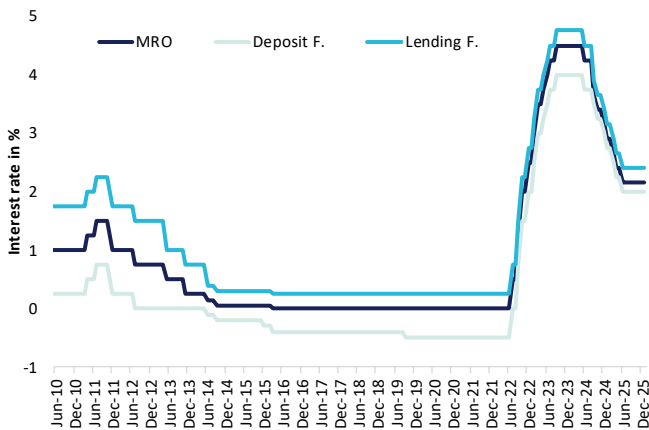
PEPP: Portfoliostruktur



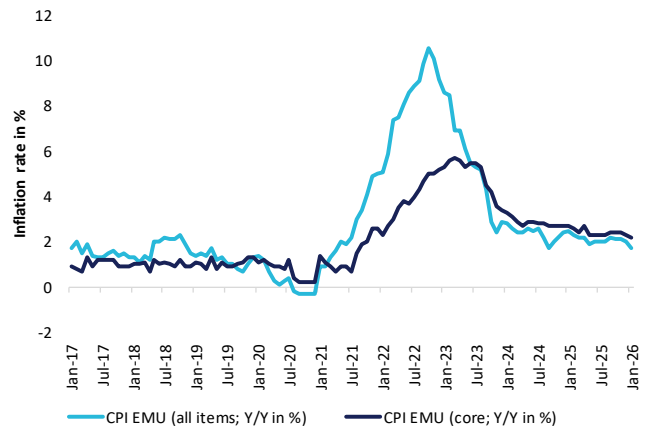
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



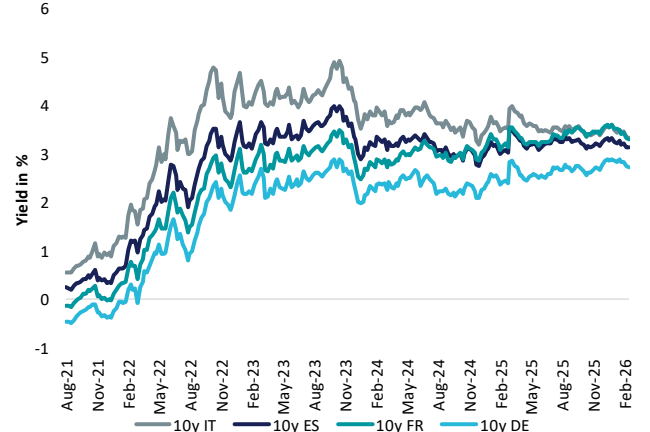
Inflationsentwicklung im Euroraum



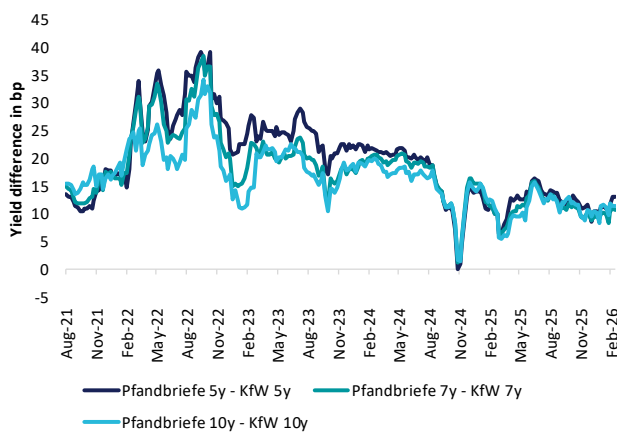
Bund-Swap-Spread



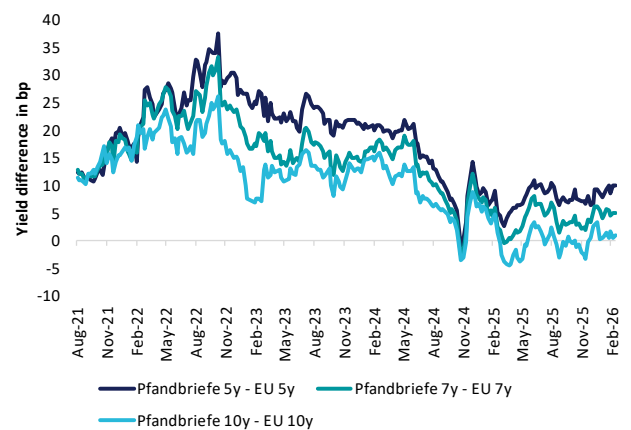
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
05/2026 // 18. Februar	- Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) - Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2026
04/2026 // 04. Februar	- Covereds: Trägt die Emissionsdynamik auch über den Januar hinaus? - Der SSA-Januar ist vorbei – was erwartet uns noch in 2026?
03/2026 // 28. Januar	- CB-Jurisdiktion Österreich im Fokus 34. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2025)
02/2026 // 21. Januar	- Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick - Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im SSA-Jahr 2025
01/2026 // 14. Januar	- Jahresrückblick 2025 – Covered Bonds - SSA-Jahresrückblick 2025
43/2025 // 17. Dezember	Cross Asset: Niederländische Pensionsfonds im Fokus
42/2025 // 10. Dezember	- Spreadrelationen im Fokus: Covereds vs. Seniors - Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien
41/2025 // 03. Dezember	- EZB, das große Ganze und vier gewagte Kapitalmarktthesen - Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2026 - SSA-Ausblick 2026: Mehr Schulden, weniger Spielraum?
40/2025 // 26. November	Cross Asset // Call for evidence: EU-Taxonomie auf dem Prüfstand
39/2025 // 19. November	- Ein Covered Bond-Blick auf die Nordics - Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2025
38/2025 // 12. November	- Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) - Funding kanadischer Provinzen im Überblick
37/2025 // 05. November	- Covereds: Sparkassen als Primärmarktemittenten - Region Auvergne-Rhône-Alpes – REGRHO im Fokus
36/2025 // 29. Oktober	- Covereds: Ein Blick auf das EUR-Subbenchmarksegment - Kanadische Pensionsfonds am SSA-Markt
35/2025 // 22. Oktober	- Covereds: ESG-Benchmarksegment am Scheideweg? - Teaser: Issuer Guide – Europäische Supranationals 2025
34/2025 // 15. Oktober	- Griechenland: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind? - Agencies und Abwicklungsinstrumente nach BRRD
33/2025 // 08. Oktober	- Solvency II und Covered Bonds - NGEU: Green Bond Dashboard
32/2025 // 01. Oktober	- Teaser: EBA-Bericht zur Überprüfung des EU-Covered Bond-Rahmenwerks - Update deutsche Kommunalanleihen: DEUSTD und NRWGK
31/2025 // 24. September	- Der Ratingansatz von Morningstar DBRS - Teaser: Beyond Bundesländer – Großraum Paris (IDF/VDP)
30/2025 // 03. September	- Ein Blick auf den deutschen Bankenmarkt - Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies

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



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 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 heruntergeladen werden können und die bei der NORD/LB, Georgsplatz 1, 30159 Hannover kostenlos erhältlich sind. Eine eventuelle Anlageentscheidung sollte in jedem Fall nur auf Grundlage dieser (Finanzierungs-) Dokumentation getroffen werden. Diese Information ersetzt nicht die persönliche Beratung. Jeder Empfänger sollte, bevor er eine Anlageentscheidung trifft, im Hinblick auf die Angemessenheit von Investitionen in Finanzinstrumente oder Anlagestrategien, die Gegenstand dieser Information sind, sowie für weitere und aktuellere Informationen im Hinblick auf bestimmte Anlagemöglichkeiten sowie für eine individuelle Anlageberatung einen unabhängigen Anlageberater konsultieren.

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

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

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

Nähere Informationen zu etwaigen Provisionszahlungen, die im Verkaufspreis enthalten sein können, finden Sie in der Broschüre „Kundeninformation zum Wertpapiergeschäft“, die unter www.nordlb.de abrufbar ist.

Die in dieser Information enthaltenen Angaben ersetzen alle vorherigen Versionen einer entsprechenden Information und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information. Zukünftige Versionen dieser Information ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der NORD/LB, die Angaben in dieser Information zu aktualisieren und/oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden.

Mit der Verwendung dieser Information erkennt der Empfänger die obigen Bedingungen an.

Die NORD/LB gehört dem Sicherungssystem der Deutschen Sparkassen-Finanzgruppe an. Weitere Informationen erhält der Empfänger unter Nr. 28 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der NORD/LB oder unter www.dsgv.de/sicherungssystem.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich. Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. 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: 25. Februar 2026 (08:50 Uhr)