



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	6
Covereds: Emittenten unter Druck – attraktive Emissionsfenster sind rar	10
Update: Gemeinschaft deutscher Länder – Länderjumbos	14
Charts & Figures	
Covered Bonds	17
SSA/Public Issuers	23
EZB-Tracker	26
Cross Asset	27
Ausgaben im Überblick	28
Publikationen im Überblick	29
Ansprechpartner in der NORD/LB	30

Flooranalysten:

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: Warten auf ein weniger volatiles Marktumfeld

Mit der weiteren Eskalation der militärischen Auseinandersetzung im Nahen und Mittleren Osten, die sich zunehmend auf die Energieinfrastruktur konzentriert, kam auch das Emissionsgeschehen erneut zum Erliegen. So datieren die letzten Primärmarkttransaktionen auf den 17. März, als gleich drei Emittenten das damals etwas stabilere Marktumfeld nutzten, um ihre Covered Bonds an den Markt zu bringen. Die Länge der möglichen Emissionspause hängt unserer Ansicht nach signifikant von der Entwicklung des Iran-Konflikts sowie den möglichen Eskalations- bzw. Deeskalationsszenarien zusammen. Sollte die Volatilität an den Finanzmärkten abnehmen, könnte sich auch kurzfristig ein Emissionsfenster für einige Emittenten öffnen. Bis dahin werden sich die meisten Emittenten unserer Einschätzung nach weitestgehend mit Transaktionen im EUR-Benchmarksegment zurückhalten. Mit der Frage, wie lange Covered Bond-Emittenten warten können, bevor sie ggf. auch in einem weniger attraktiven Marktumfeld eine Neuemission durchführen müssten, beschäftigen wir uns im [Fokusartikel](#) unserer Wochenpublikation. Abseits des EUR-Benchmarksegments waren in den vergangenen Wochen jedoch zwei kanadische Emittenten mit Fixed Covered Bonds in USD aktiv. Kanadische Banken verfügen in diesem Jahr insbesondere im EUR-Benchmarksegment über hohe Fälligkeiten und nutzen nun offenbar ihre Flexibilität bei der Wahl der Währung zur Refinanzierung über in USD-denominierte Covered Bonds. So konnte die Bank of Montreal (BMO) am 20. März einen fünfjährigen Covered Bond im Volumen von USD 1,25 Mrd. bei einem Reoffer-Spread von SOFR ms +53bp platzieren. Bereits mit Buchöffnung wurde der finale Spread kommuniziert, sodass auf eine mögliche Reduzierung während der Vermarktungsphase verzichtet wurde. Für ein identisches Vorgehen entschied sich am gestrigen Dienstag die Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC) bei der Emission ihres neuen Deals. Wie die BMO entschied sich die CIBC ebenfalls für eine Laufzeit von fünf Jahren und einen identischen Reoffer-Spread (SOFR ms +53bp). Schließlich konnten Bonds im Volumen von USD 1,25 Mrd. platziert werden. Mit diesen Deals zeigten die Kanadier eindrucklich, dass Covered Bond-Emissionen auch in volatileren Marktphasen möglich sind.

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

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

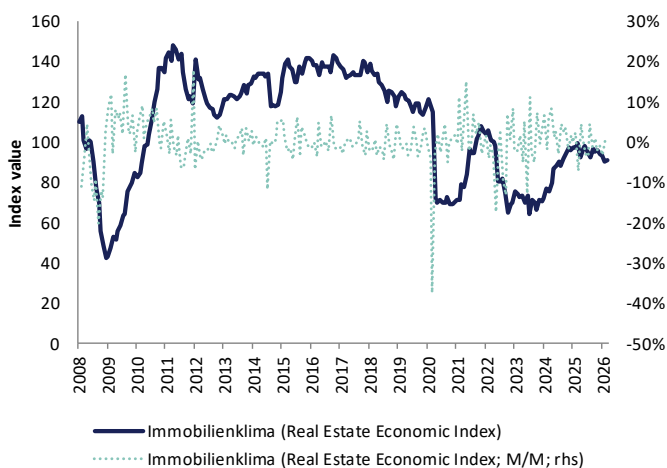
Sekundärmarkt verharnt in Warteposition

Mit weiterhin ausbleibenden Neuemissionen verharren auch die Investoren am Sekundärmarkt größtenteils in einer Warteposition. Das Transaktionsvolumen ist weiterhin niedrig und konzentriert sich vorwiegend auf das mittlere Laufzeitband. Mit Blick auf die Spreadlevels sind am aktuellen Rand keine größeren Bewegungen zu beobachten. Nichtsdestoweniger sind wir der Überzeugung, dass sich die neue Preisrealität erst mit einem Wiederanlaufen der Primärmarkttransaktionen vollständig in den Sekundärmarktpreisen abbilden wird.

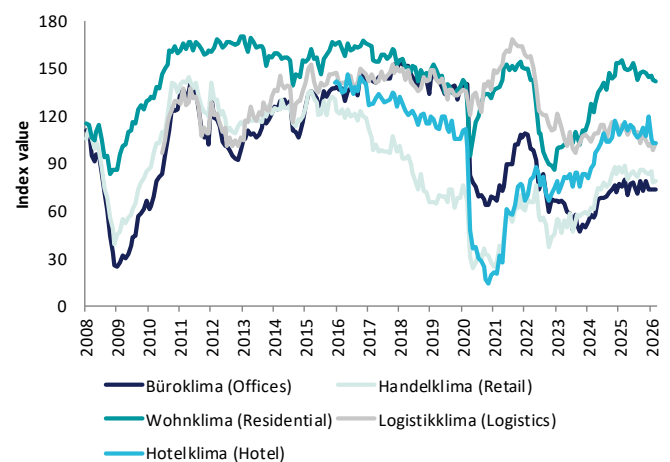
Deutsche Hypo Immobilienklima: Verhaltener Jahresauftakt

Das Deutsche Hypo Immobilienklima zählt bereits seit einigen Jahren zu den viel beachteten Gradmessern für die Lage am deutschen Immobilienmarkt. Nach einem leichten Rücksetzer zum Jahresstart hellte sich die Stimmung unter den Immobilienexperten in der 219. [Monatsbefragung](#) (91,2 Punkte nach 90,6 Zählern im Vormonat) leicht auf. Damit notiert das Deutsche Hypo Immobilienklima im März leicht höher als im Februar, liegt aber weiterhin unter dem Dezemberwert 2025 (94,2 Punkte). Getragen wird dieser Anstieg durch das Ertragsklima, das im Vergleich zum Vormonat um 3,1% zulegen konnte. Im Kontrast dazu setzte das Investmentklima seinen rückläufigen Trend aus dem Februar fort (-2,0% M/M). Getrennt nach den einzelnen Nutzungsarten spiegelt das Deutsche Hypo Immobilienklima ein durchaus differenziertes Bild wider. Die höchsten Anstiege im Vergleich zum Vormonat entfielen auf das Logistikklima (+4,9% M/M) und das Handelklima (+1,2% M/M), während das Büroklima unverändert bei 73,6 Punkten notierte. Hingegen verzeichneten das Wohnklima (-0,7% M/M) und das Hotelklima (-0,1% M/M) leichte Rückgänge. Nichtsdestoweniger bleibt das Wohnklima mit 142,9 Punkten unangefochtener Spitzenreiter. Die Attraktivität dieses Segments betont auch Harald Nolterieke (Leiter Deutsche Hypo – NORD/LB Real Estate Finance München), weist aber gleichzeitig darauf hin, dass es erheblicher Anstrengungen der Privatwirtschaft, öffentlicher Unterstützung und insgesamt eines unternehmerfreundlicheren Umfelds bedarf, um den sozialen Sprengstoff der Wohnungskrise nachhaltig zu entschärfen. Insgesamt beobachten die Marktakteure laut Nolterieke sowohl eine Seitwärtsbewegung am Mietmarkt als auch beim Transaktionsvolumen. So entfalte der „staatliche Verschuldungsimpuls für Verteidigung und Infrastruktur“ nur langsam seine Wirkung. Vereinzelt scheinen jedoch bereits erste positive Anzeichen für eine Erholung des Immobilienmarktes sichtbar zu werden. Mit Blick auf das Zinsniveau prognostizieren die Immobilienexperten der Deutschen Hypo einen moderaten Anstieg, weisen aber zugleich auf die gestiegene Volatilität und die Anfälligkeit gegenüber externen Ereignissen hin. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Stimmung am deutschen Immobilienmarkt gedämpft bleibt, was zweifelsohne auch auf die aktuell noch nicht abzusehenden Effekte des Iran-Konflikts und damit mittelbar auch auf das Zinsniveau zurückzuführen ist.

Immobilienklima Gesamtindex und Veränderung (M/M)



Immobilienklima nach Segmenten



APRA schlägt Anerkennung von Covered Bonds als HQLA-Assets vor

Anfang vergangener Woche hat die Australian Prudential Regulation Authority (APRA) einen ersten [Vorschlag zur Weiterentwicklung des aufsichtsrechtlichen Rahmenwerks für australische Banken](#) vorgelegt. Diese sollen nach Angaben der Aufsichtsbehörde die Resilienz der Liquiditätsausstattung erhöhen, die Risikosensitivität der Kapitalanforderungen stärken sowie unnötige regulatorische Vorgaben abbauen. Dazu definiert die APRA drei Kernbereiche, in denen Änderungen vorgeschlagen werden: Liquidität, Kapital und Trading Book. Im Themenschwerpunkt Liquidität schlägt die Aufsichtsbehörde auch relevante Anpassungen für Covered Bonds vor. So sollen Covered Bonds perspektivisch auch als HQLA-Assets im Rahmen des LCR-Managements bei australischen Banken berücksichtigt werden können. Mögliche Obergrenzen und Haircuts sind noch zu spezifizieren. Damit sollen u.a. die Kosten für eine Stärkung der Liquiditätsausstattung der Banken begrenzt werden. Am aktuellen Rand können Covereds von australischen Banken bereits als Level 2A-Assets im Rahmen des LCR-Managements angesehen werden, gelten damit aber nicht als hochliquide Vermögensgegenstände. Es gilt jedoch zu betonen, dass der Konsultationsprozess noch ganz am Anfang steht und mit der Veröffentlichung eines offiziellen Konsultationspapiers durch die APRA erst im zweiten Halbjahr 2026 gerechnet werden kann.

S&P: Covered Bond-Märkte in Norwegen und Finnland im Fokus

Jüngst veröffentlichte die Ratingagentur S&P [eine Analyse über die lokalen Covered Bond-Märkte in Norwegen und Finnland](#). Beide Märkte gelten als sehr etabliert, wobei Norwegen weiterhin den größten nordischen Markt für in EUR denominierte Covered Bonds darstellt. Im Jahr 2025 emittierten norwegische Banken Covered Bonds i.H.v. EUR 14,2 Mrd. und damit rund 43% mehr als im Vorjahr, während sich das finnische Emissionsvolumen, wie bereits im Vorjahr, auf EUR 6,5 Mrd. belief. Über 30% des ausstehenden Benchmarkvolumens in Norwegen entfällt auf Green Covered Bonds, womit Norwegen zu den Jurisdiktionen mit dem höchsten Volumen an Covereds im grünen Format zählt. Insgesamt summiert sich der Anteil der Emissionen aus Norwegen und Finnland am gesamten ausstehenden europäischen Benchmarkvolumen in 2025 auf rund 14%. Die Gründe für einen Anstieg des Emissionsvolumens aus Norwegen liegen laut S&P u.a. in einer wachsenden Nachfrage nach Wohnraumfinanzierungen, die insbesondere durch gesunkene Zinsniveaus, einen robusten Arbeitsmarkt mit stabiler Arbeitslosenquote sowie ein insgesamt steigendes Haushaltseinkommen gestützt wird. Das begrenzte Angebot führt zu einem Anstieg der Immobilienpreise. S&P betrachtet den norwegischen Wohnimmobilienmarkt als um rund 15% überbewertet. Für Finnland erwartet S&P in 2026 eine Stabilisierung der Immobilienpreise, getragen von nachlassenden Angebotsengpässen und einer stärkeren Nachfrage. Zudem ordnet S&P den Markt als um 10% unterbewertet ein. Des Weiteren nahm S&P im Jahr 2025 Anpassungen ihrer Ratingmethodik für Covered Bonds vor, die zu einer Reduktion der für die jeweilige Ratingausprägung erforderlichen Übersicherungsquoten um durchschnittlich 8,2% führten. Der Einfluss auf norwegische Covered Bonds blieb hingegen deutlich begrenzt. Aus Sicht von S&P profitieren die Covered Bond-Programme beider Staaten von Emittenten mit Investment Grade-Rating und einem stabilen Ratingausblick. Zudem hat die Umsetzung der aktualisierten Kriterien durch S&P die Anzahl ungenutzter Notches erhöht, um die das Issuer Credit Rating herabgesetzt werden kann, ohne das Ratingniveau des Covered Bond-Programms zu beeinträchtigen – sofern alle anderen Faktoren konstant bleiben.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

Alles beim Alten beim Länderfinanzausgleich – Bayern übernimmt den größten Anteil

Der Länderfinanzausgleich (LFA) soll für gleichwertige Lebensverhältnisse in allen 16 deutschen Ländern sorgen. Vor Kurzem hat das Bundesfinanzministerium die Zahlen für 2025 vorgelegt. Wie aus den Angaben bezüglich der Umsatzsteuerverteilung (UStV) und des Finanzkraftausgleichs (FKA) hervorgeht, mussten – analog zum Vorjahr – die vier Länder Bayern, Baden-Württemberg, Hessen sowie Hamburg erneut Abschläge im Rahmen des FKA hinnehmen. Auch wenn die Bezeichnung mittlerweile nicht mehr wortwörtlich zutreffend ist, lassen sich jene Länder veranschaulicht weiterhin als „Geberländer“ charakterisieren. Demgegenüber standen somit zwölf „Nehmerländer“. Insgesamt wurde im vergangenen Jahr ein Rekordbetrag i.H.v. EUR 20,0 Mrd. (2024: EUR 18,7 Mrd.) zwischen den Ländern umverteilt. Mit Abstand größter Einzahler war der Freistaat Bayern, der mit einem Rekordbetrag von rund EUR 11,8 Mrd. (+6,5% Y/Y) mehr als 58% der Einnahmen beisteuerte. Die Abschläge von Hessen und Baden-Württemberg beliefen sich auf jeweils rund EUR 4,0 Mrd. Hamburgs Beitrag bezifferte sich auf ca. EUR 330 Mio. Auf der „Nehmerseite“ profitierte das Land Berlin am stärksten und bekam EUR 4,2 Mrd. (2024: EUR 3,9 Mrd.) zugesprochen, gefolgt von den ostdeutschen Flächenländern Sachsen (EUR 3,5 Mrd.) und Thüringen (EUR 2,2 Mrd.). Bei den Ländern im Westen Deutschlands lag Niedersachsen mit knapp EUR 1,5 Mrd. an der Spitze, gefolgt von Nordrhein-Westfalen und Bremen (jeweils rund EUR 1 Mrd.). Trotz der Reform des LFA im Jahre 2020 und dem praktischen Wegfall der Bezeichnungen „Geber“ und „Nehmer“ – da die Länder faktisch keine Beiträge mehr aus ihren Haushalten abführen – bleibt der Ruf nach Reformen auch in diesem Jahr nicht aus. Der LFA kann jedoch erst ab dem Jahr 2031 wieder neu verhandelt werden.

Moody's stuft BRCOL auf Aa2 herab, der Ausblick bleibt weiterhin negativ

Nachdem wir in unserer [Wochenpublikation vom 04. März](#) darauf hingewiesen hatten, dass die Provinz British Columbia (Ticker: BRCOL) im Haushaltsjahr 2025/26 auf ein historisches Defizit i.H.v. CAD -9,6 Mrd. zusteuert, sah sich am 19. März die Ratingagentur Moody's dazu veranlasst, das Rating der Provinz von „Aa1“ auf nun „Aa2“ zu senken. Der Ausblick blieb indes unverändert negativ – ein aus unserer Sicht (erneut) deutliches Signal. Die Ratingexperten führen das Downgrade sowie den Ausblick v.a. auf die unverändert herausfordernde Haushaltslage angesichts steigender (Sozial-)Ausgaben sowie der wachsenden Verschuldung zurück. Zur Erinnerung: Dem jüngst veröffentlichten Haushalt war zu entnehmen, dass das Defizit im Haushaltsjahr 2026/27 sogar auf bis zu CAD -13,3 Mrd. anwachsen soll. Für 2027/28 und 2028/29 wird hingegen mit einem Defizit i.H.v. CAD -12,2 Mrd. bzw. CAD -11,4 Mrd. gerechnet. Zur Finanzierung der Defizite, aber auch des CAD 52,9 Mrd. umfassenden Investitionsprogramms im Zeitraum 2026/27 bis 2028/29, dürfte die Provinz daher weiterhin stark auf Fremdkapital angewiesen sein. Dementsprechend prognostiziert Moody's, dass die Nettoverschuldung bis 2028/29 auf über 250% der Einnahmen steigen könnte. Damit wäre diese einerseits deutlich höher als in den vorherigen Prognosen der Ratingagentur und andererseits deutlich über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre, welcher bei rund 130% der Einnahmen lag. BRCOL würde sich laut Moody's damit von einer Region mit vergleichsweise geringer Verschuldung zu einer der am höchsten verschuldeten Provinzen innerhalb ihrer Peer Group entwickeln.

Saarland verzeichnet Investitionen auf Rekordniveau

Mitte März hat das Saarland (Ticker: SAARLD) Zahlen zum Jahresabschluss 2025 veröffentlicht. Insgesamt schloss der saarländische Haushalt mit Gesamteinnahmen und -ausgaben im Umfang von EUR 6,3 Mrd. Die Steuereinnahmen beliefen sich dabei auf EUR 4,4 Mrd. Auf Basis von anhaltend herausfordernden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen setzte das Land nach eigenen Angaben einen klaren Fokus auf Zukunftsaufgaben und Investitionen: Mit insgesamt EUR 707 Mio. erreichten die Investitionsausgaben dabei den höchsten Stand in der saarländischen Geschichte. Dies entsprach zugleich einer Investitionsquote von 11,3%. Ein besonderes Augenmerk lag dabei auf dem Bausektor: Hier stiegen die Ausgaben gegenüber dem Vorjahr um +10% auf rund EUR 78 Mio. Bedingt durch einen Sondereffekt floss mit insgesamt EUR 954 Mio. ebenfalls ein Rekordvolumen in den kommunalen Finanzausgleich. Finanzminister Jakob von Weizsäcker äußerte sich zusammenfassend folgendermaßen: „Der Jahresabschluss 2025 zeigt, dass Zukunftsinvestitionen und nachhaltige Haushaltsführung selbst in fordernden Zeiten zusammenpassen. Wir bringen Investitionen konsequent in die Umsetzung und kommen zugleich unserer Tilgungsverpflichtung im Sinne der Schuldentragfähigkeit nach.“ Für 2026 sind im saarländischen Haushalt Brutto-Kreditermächtigungen im Umfang von EUR 2,0 Mrd. veranschlagt (Netto: EUR 100 Mio.). Der Sub-Sovereign war allerdings bis zum aktuellen Rand noch nicht am SSA-Primärmarkt aktiv gewesen.

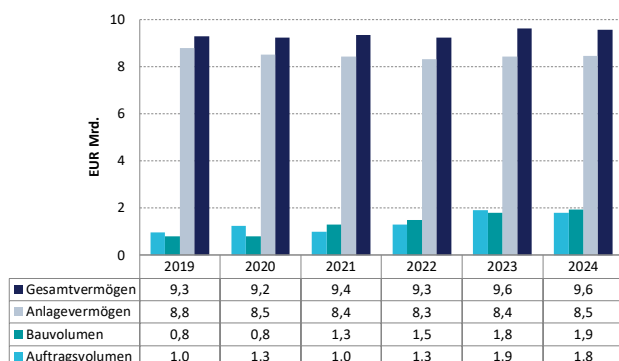
Société de Financement Local mit Rekordgewinn in 2025

Der französische Kommunal- und Exportfinanzierer Société de Financement Local (SFIL, Ticker: SFILFR) hat Einblick in die Geschäftszahlen für das vergangene Jahr gewährt. Wie aus der entsprechenden Pressemitteilung hervorgeht, belief sich der Nettogewinn auf EUR 96 Mio., was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahresvergleichszeitraum um knapp +39% entsprach und einen Höchststand seit Gründung der SFIL darstellte. Die Bilanzsumme konnte ebenfalls gesteigert werden: Zum Jahresultimo wies die Agency aggregierte Aktiva im Umfang von EUR 74,3 Mrd. auf (2024: EUR 71,9 Mrd.). Im Rahmen ihrer Exportkreditvergabe wurden vier Transaktionen im Gesamtwert von EUR 3,6 Mrd. getätigt. Dies führte zum Abschluss von Verträgen im Umfang von EUR 10,3 Mrd. An den Transaktionen waren neun französische Exportunternehmen beteiligt. Durch die Geschäftstätigkeiten im vergangenen Jahr hat die SFIL mittlerweile die Marke von EUR 20 Mrd. an Exportkrediten überschritten. Der Ausblick in diesem Segment bleibt zudem weiter positiv. Zum Jahresultimo waren 163 mögliche Projekte in der Prüfung, die potenziell zu Exportkreditfinanzierungen i.H.v. EUR 64 Mrd. führen könnten. Die an den französischen öffentlichen Sektor vergebenen Kredite beliefen sich zum Bilanzstichtag auf EUR 5,6 Mrd. (-13%; 2024: EUR 6,3 Mrd.). Der Löwenanteil ging mit EUR 5,3 Mrd. an lokale Behörden – vor allem Metropolregionen, Départements und Regionen. Der übrige Betrag floss an öffentliche Krankenhäuser. Refinanzierungsseitig hatte die SFIL (inkl. des Covered Bond-Vehikels [CAFFIL](#)) ihr Funding für 2025 bereits im Oktober abgeschlossen und sammelte bis dahin insgesamt EUR 8,6 Mrd. an den internationalen Kapitalmärkten ein. Die durchschnittliche Laufzeit der aufgenommenen Verbindlichkeiten lag bei 8,2y. Zudem wurden EUR 700 Mio. an Pre-Funding für 2026 über Aufstockungen und Privatplatzierungen eingesammelt (Durchschnitt: 13,1y). Insgesamt emittierte die SFIL in 2025 damit EUR 9,2 Mrd. an langfristigen Anleihen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 8,5y. Für das laufende Jahr hat die SFIL (exkl. CAFFIL) einen Refinanzierungsbedarf i.H.v. EUR 1-3 Mrd. (Mittelwert: EUR 2 Mrd.) kommuniziert. Mitte Januar war die Agency bereits am SSA-Primärmarkt aktiv und sammelte EUR 1 Mrd. bei einer Laufzeit von langen fünf Jahren zu OAT +20bp ein (entsprach zum Emissionszeitpunkt ms +45bp). Die Bid-to-cover-Ratio belief sich auf 3,4x.

BLB NRW: Kreditermächtigungen ermöglichen steigende Investitionsvolumina

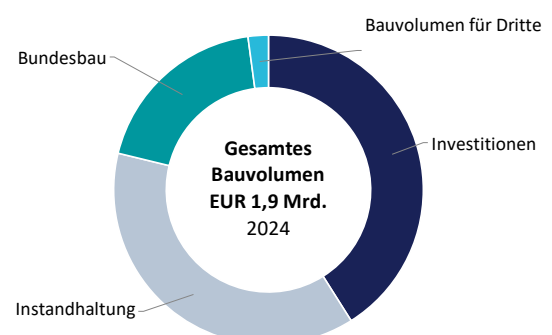
Der Bau- und Liegenschaftsbetrieb NRW (BLB NRW) ist ein Sondervermögen des Landes Nordrhein-Westfalen, welches als Eigentümer die meisten Grundstücke und Gebäude des Sub-Sovereigns verwaltet. Das Aufgabenspektrum erstreckt sich von der Entwicklung und Planung über den Bau und die Modernisierung bis hin zu der Bewirtschaftung und dem Verkauf von Immobilien. Gegründet wurde der BLB NRW im Jahr 2001 durch das [Bau- und Liegenschaftsbetriebsgesetz \(BLBG\)](#), um eine zentrale, leistungsstarke und moderne Anlaufstelle für alle Bau- und Liegenschaftsanfragen zu schaffen. Damit wurde die zuvor bestehende dezentrale Verwaltung über 28 staatliche Bauämter abgelöst. Der BLB NRW gilt als teilrechtsfähiges Sondervermögen des Landes mit eigener Wirtschafts- und Rechnungsführung. Dabei unterliegt das Sondervermögen der Verwaltung des Finanzministeriums, wird aber im Landeshaushalt gesondert behandelt und vom übrigen Vermögen des Landes sowie seinen Rechten und Pflichten getrennt. §3(3) des BLBG regelt zudem, dass das Land für alle Verbindlichkeiten haftet. Heute verwaltet der BLB NRW nach eigener Aussage mit 3.983 Gebäuden (Stand Dezember 2024) europaweit eines der größten Immobilienportfolios. Im Jahr 2024 betrug das Bauvolumen insgesamt EUR 1,9 Mrd. (2023: EUR 1,8 Mrd.), während das Auftragsvolumen bei EUR 1,8 Mrd. lag (2023: EUR 1,9 Mrd.). Zur Realisierung von Investitionsvorhaben und zur Sicherstellung von Liquidität ist eine selbstständige Kreditaufnahme vorgesehen. Die Kreditermächtigung wird dabei über das Haushaltsgesetz erteilt. Für 2026 ist im Haushalt eine Kreditermächtigung i.H.v. EUR 450 Mio. vorgesehen, wobei unter Erfüllung bestimmter Voraussetzungen weitere EUR 200 Mio. aufgenommen werden dürfen. Auch für 2027 ist laut eigenen Angaben eine weitere Neuverschuldung notwendig, um das steigende Investitionsvolumen finanzieren zu können. Der BLB NRW besitzt im Gegensatz zum Eigentümer NRW (Ticker: NRW, Rating: AAA / Aa1/ AA / AAA), welchen wir in unserem [Issuer Guide – Deutsche Länder](#) analysieren, kein eigenständiges Rating. Refinanzierungsseitig liegt der Fokus vor allem auf Privatplatzierungen und Namensschuldverschreibungen. Die regulatorische Einordnung der BLB NRW dürfte sich nach unserer Einschätzung an der des Landes orientieren: Im Rahmen von Art. 115(2) [CRR](#) ist somit ein Risikogewicht für Risikopositionen ggü. dem Sondervermögen i.H.v. 0% anzusetzen. Daraus folgt eine Klassifizierung als Level 1-Asset gemäß Art. 10(1)(c)(iii) der [LCR-Verordnung](#). Eine „präferierte“ Einstufung im Kontext von [Solvency II](#) dürfte aufgrund der Garantie durch NRW ebenfalls gegeben sein. Hinsichtlich der [Notenbankfähigkeit](#) dürften Namenstitel der BLB NRW nach unserem Dafürhalten als „nicht marktfähige Sicherheiten“ von der EZB akzeptiert werden. Die Einordnung im Rahmen von Solvency II sowie vor dem Hintergrund der EZB-Fähigkeit ist u.E. jedoch nicht eindeutig und sollte im Einzelfall geprüft werden.

Bilanzentwicklung



Quelle: Emittent, NORD/LB Floor Research

Aufteilung Bauvolumen



Primärmarkt

Die Nachrichtenlage im Nahen und Mittleren Osten bestimmt weiterhin das Geschehen an den internationalen Kapitalmärkten, davon bleibt natürlich auch der SSA-Primärmarkt nicht unberührt. Das Trump'sche Spiel aus Eskalation und Deeskalation hält weiter an und der kurzzeitigen Hoffnung auf ein baldiges Ende des Iran-Konflikts zu Beginn dieser Woche wich rasch wieder die Vorsicht. Insofern bleibt die Lage weiterhin unübersichtlich und die Marktteilnehmer zeigten und zeigen sich bei ihren Primärmarktaktivitäten vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheit nach wie vor eher zurückhaltend. Ganz untätig waren die Emittenten in unserer SSA-Abgrenzung in der betrachteten Handelswoche aber keineswegs, sodass wir heute immerhin von zwei EUR-Benchmarks im Umfang von aggregiert EUR 1,1 Mrd. berichten können. Kurz nach dem Redaktionsschluss unserer letzten Ausgabe wagten sich gleich zwei Emittenten auf das Parkett: Den Anfang machte das Land Brandenburg (Ticker: BRABUR) mit seiner ersten EUR-Benchmark im laufenden Jahr und ging mit einer Anleihe im Volumen von EUR 600 Mio. und einer Laufzeit von sechs Jahren auf die Investoren zu. Bei einem Orderbuch i.H.v. EUR 1,2 Mrd. erfolgte das Pricing guidancegemäß zu ms +15bp. Am selben Tag stillte zudem das österreichische Bundesland Niederösterreich (Ticker: NIEDOE) seinen Kapitalbedarf und platzierte EUR 500 Mio. (12y). Zum Ende der Vermarktungsphase füllte sich das Orderbuch auf rund EUR 2,8 Mrd., sodass der Deal final zu ms +50bp über die Bühne ging (Guidance: ms +58bp area). Nach einer mehrtägigen Emissionspause im SSA-Segment waren die Blicke an diesem Montag hingegen auf die Europäische Union (Ticker: EU) gerichtet, die im Zuge ihrer dritten Anleiheauktion in H1/2026 (vgl. [Fundingplan](#)) drei ihrer Anleihen aufstockte. Dabei wurde das Volumen der 2030er-Anleihe (Kupon: 2,5%) um rund EUR 2,3 Mrd. und das des 2033er-[Green Bonds](#) (Kupon: 2,75%) um knapp EUR 1,6 Mrd. vergrößert, während das 2034er-Wertpapier (Kupon: 3,0%) um EUR 1,9 Mrd. aufgestockt wurde. Die Bid-to-cover-Ratios lagen bei 1,14x bzw. 1,16x sowie 1,21x beim Tap der letztgenannten Anleihe. Aufgrund der bisher erfolgten Neumandatierungen erwarten wir in Kürze folgende Transaktionen: Der Betreiber des niederländischen Stromnetzes, TenneT NL (Ticker: TENNNL), plant die Emission eines Green Bonds mit zehn Jahren Laufzeit und hat dazu in den letzten beiden Tagen Investorengespräche geführt. Die Platzierung erfolgt dabei auf Grundlage des [Green Finance Frameworks](#), welches zuletzt im Dezember 2025 aktualisiert wurde. Den Emittenten hatten wir erst kürzlich im Rahmen unserer Wochenpublikation vom [14. Januar](#) vorgestellt. Seit dem 01. September 2025 verfügt TenneT NL über eine [explizite Garantie](#) des niederländischen Staates für (nahezu) alle ausstehenden sowie zukünftig aufgenommenen Verbindlichkeiten. Lediglich fünf Anleihen sind von dem Haftungsmechanismus ausgenommen. Bis ins Jahr 2034 plant TenneT NL insgesamt EUR 90 Mrd. in den Netzausbau der Niederlande zu investieren. Diese Mittel sollen zum Großteil durch Anleiheemissionen finanziert werden. Für das laufende Jahr hat die Agency einen Refinanzierungsbedarf von EUR 6-8 Mrd. kommuniziert. Die Refinanzierung erfolgt dabei ausschließlich in EUR. Darüber hinaus beabsichtigt die Republik Srpska (Ticker: REPSBN), eine der beiden Entitäten des Bundesstaates Bosnien und Herzegowina, die Emission einer EUR-Benchmark mit fünf Jahren Laufzeit. Seinen Refinanzierungsbedarf beziffert der Sub-Sovereign für das laufende Jahr auf insgesamt rund EUR 994 Mio. Zudem hat die Stadt München (Ticker: MUENCH) für eine frische Benchmark (10y) i.H.v. EUR 500 Mio. (WNG) mandatiert.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
NIEDOE	AT	18.03.	AT0000A3SXX0	12.0y	0.50bn	ms +50bp	- / Aa1 / -	-
BRABUR	DE	18.03.	DE000A351US7	6.0y	0.60bn	ms +15bp	- / Aaa / -	-

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

Covered Bonds

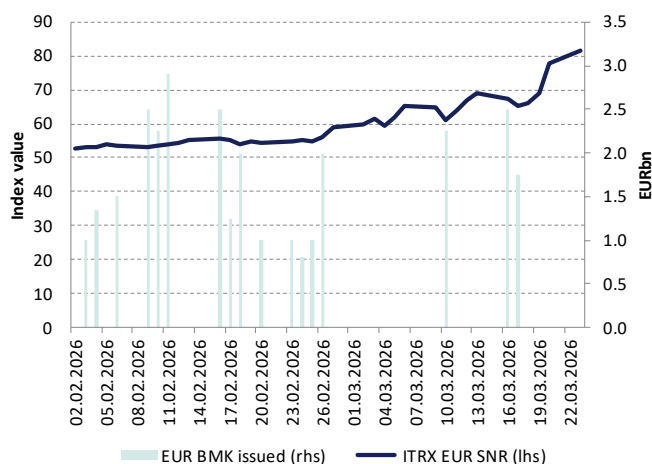
Emittenten unter Druck – attraktive Emissionsfenster sind rar

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

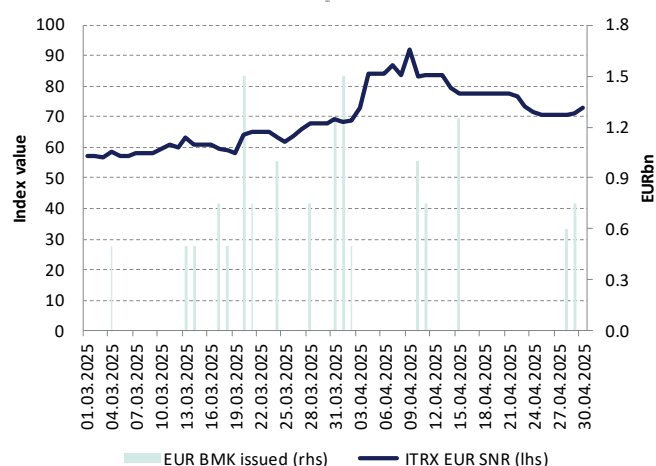
Emittenten warten auf Stabilisierung – Emissionen stauen sich auf

In einem anhaltend von Unsicherheit geprägten Marktumfeld stellt sich für Covered Bond-Emittenten zunehmend die Frage nach dem idealen Zeitpunkt für ihre jeweilige Neuemission. Während Emittenten von Sovereign Bonds und aus dem SSA/Public Issuers-Universum seit Beginn des Iran-Konflikts weiterhin aktiv am Primärmarkt sind, bietet das aktuell volatile Marktumfeld für Covered Bonds nur sehr begrenzt attraktive Emissionsfenster. Entsprechend stellen Covered Bond-Emittenten ihre geplanten Projekte zurück und warten auf eine Stabilisierung, bevor sie mit ihren Neuemissionen an den Markt gehen. In diesem Monat erachteten die Emittenten offenbar erst drei Tage als ausreichend „stabil“, um mit frischer Ware auf die Investoren zuzugehen und insgesamt sieben Covered Bonds zu platzieren. Noch extremer ist die Situation am Markt für Senior Bonds, wo lediglich die Bank of Montreal mit einem in EUR denominierten Floater (Emissionsvolumen: EUR 750 Mio.) aktiv war. Die Bevorzugung von Covered Bonds gegenüber ungedeckter Ware werden wir als Bestätigung der Assetklasse, insbesondere im Hinblick auf ihre Stabilität auch in schwierigeren Marktphasen. Nichtsdestoweniger limitiert die aktuelle geopolitische Unsicherheit die Anzahl der möglichen Primärmarktemissionen und führt zu einem regelrechten Rückstau. Zunehmend stellt sich die Frage, wie lange Covered Bond-Emittenten warten können, bevor sie ggf. auch in einem weniger attraktiven Marktumfeld auf die Investoren zugehen müssen. Entsprechend wollen wir im Fokusartikel unserer Wochenpublikation das Hauptaugenmerk auf die herausfordernde Gemengelage für Emittenten am Primärmarkt legen. Kernaspekte bilden dabei Fragen nach dem Fair Value einer möglichen Neuemission und den Auswirkungen des sich veränderten Zinsumfelds.

iTraxx-Entwicklung (Februar/März 2026)



iTraxx-Entwicklung (März/April 2025)

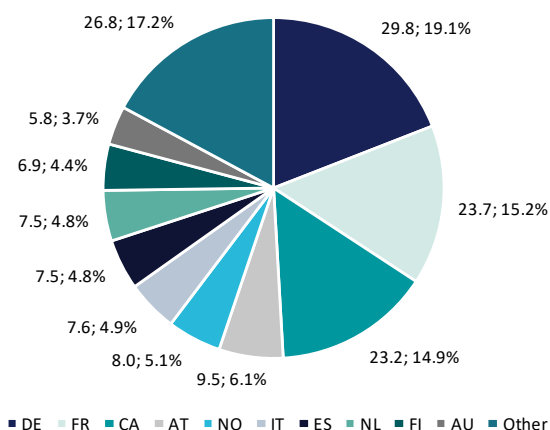


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

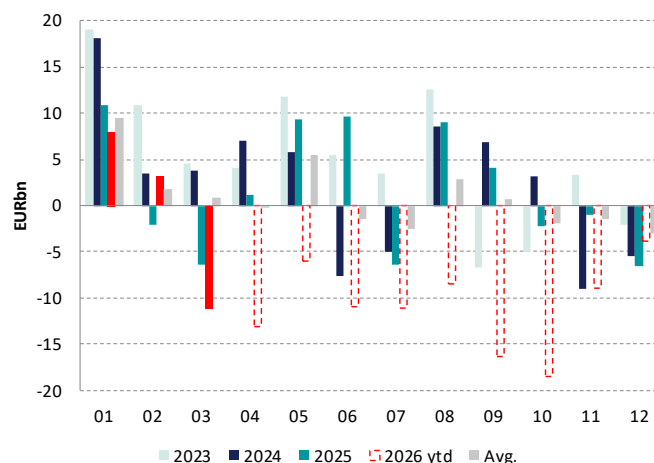
Volatiles Marktumfeld limitiert die Anzahl der attraktiven Emissionstage

Als Gradmesser für die Unsicherheit am Markt kann unserer Ansicht nach der Index iTraxx Europe Senior Financial herangezogen werden, der 25 gleichgewichtete Credit Default Swaps europäischer Institute enthält. Seit Beginn des Iran-Konflikts ist dieser von 59 Punkten (27. Februar) auf über 78 Punkte (20. März) angestiegen. Gerade an Tagen mit hoher Volatilität ging in den vergangenen mehr als drei Handelswochen kein Covered Bond-Emittent auf Investoren zu. Für ihre EUR-Benchmarkemissionen wählten diese hingegen Tage, die eher auf eine Eindämmung des Konflikts und nicht auf eine Ausweitung hindeuteten. Dabei erscheint die kurzfristige Nachrichtenlage und insbesondere der Ausblick auf die nächsten 24 bis 48 Stunden entscheidender zu sein als das absolute Niveau. Ein vergleichbares Szenario konnten wir ebenfalls Anfang April 2025 beobachten, als die US-Regierung ihre neue Zollpolitik verkündete und mit „reziproken Zöllen“ ein ganz neues Handelsregime etablierte. Infolgedessen kam es zu einem rapiden Anstieg der Risikoprämien, was zu einer kurzzeitigen Emissionspause am Covered Bond-Markt führte. Diese löste sich aber nach der Ankündigung einer 90-tägigen Zollpause durch die US-Regierung schnell wieder auf. Mit Blick auf den iTraxx Europe Senior Financial konnten wir damals mit 92 Punkten in der Spitze (09. April 2025) noch deutlich höhere Werte beobachten als am aktuellen Rand. Die derzeitige Gemengelage unterscheidet sich aber fundamental von jener vor knapp einem Jahr. So war die Marktreaktion zwar stärker als am aktuellen Rand, dafür waren die Zollankündigungen aus den USA ein zeitlich begrenztes singuläres Ereignis und konnten maßgeblich von der US-Regierung beeinflusst werden. Im Iran-Konflikt verteilt sich die Verantwortung für eine Eskalation bzw. Deeskalation der Auseinandersetzung auf drei signifikante Akteure. Entsprechend nachhaltiger fällt bisher die Marktreaktion aus, auch wenn die Auswirkungen des Konflikts auf unsere Märkte bislang limitiert blieben. Unserer Einschätzung nach dürfte sich bei einer Beruhigung der Situation, insbesondere rund um die Straße von Hormus und bei ausbleibenden Angriffen auf Energieinfrastruktur, auch wieder das Emissionsfenster für die Covered Bond-Emittenten öffnen. Aufgrund des stark headlinegetriebenen Sentiments ist die Langlebigkeit eines offenen und für Emittenten attraktiven Covered Bond-Primärmarkts aktuell nur schwer abzusehen.

FY/2026: Fälligkeiten EUR BMK



Net Supply im Monatsvergleich¹



¹ Gestrichelte Säulen stellen Fälligkeiten im weiteren Jahresverlauf dar, denen bislang keine Emissionen gegenüberstehen. Ein direkter Rückschluss auf den potenziellen Net Supply in den kommenden Monaten ist entsprechend nicht möglich.

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Druck auf Emittenten hinsichtlich einer zeitnahen Rückkehr an den Markt steigt

Mit Blick auf die Dauer des Konflikts wird sich bei anhaltender Eskalation in den kommenden Wochen die Frage stellen, wie lange einzelne Emittenten mögliche Primärmarktauftritte weiter hinauszögern können, bevor sie auch in einer ggf. weniger attraktiven Marktphase einen Covered Bond emittieren müssen. An dieser Stelle lohnt es sich insbesondere, auf die hohen Fälligkeiten im Jahr 2026 (EUR 156,2 Mrd.) hinzuweisen. Diese entfallen zu fast 38% (EUR 58,9 Mrd.) auf Q1/2026. Den geringen Emissionsaktivitäten entsprechend notiert das Nettoneuemissionsvolumen für März aktuell im negativen Bereich. Daraus lässt sich unserer Ansicht nach ein steigender Druck für die Emittenten ableiten, in den kommenden Wochen wieder am Primärmarkt aktiv werden zu müssen. Covered Bonds zählen unserer Ansicht nach weiterhin zu den Safe Haven-Produkten und dürften auch in einer volatilen Marktphase erfolgreich platziert werden können. Sollte sich die angespannte geopolitische Situation ein wenig stabilisieren, erwarten wir, dass sich der Emissionsstau langsam auflösen dürfte, die Risikoprämien jedoch auch für Covered Bonds ansteigen könnten. Noch deutlicher wird der Bedarf an Neuemissionen unter Berücksichtigung des klassischen saisonalen Musters am Covered Bond-Markt. So wurden im Mittel der letzten vier Jahre rund 68% aller EUR-Benchmarks im ersten Halbjahr eines jeden Jahres platziert. Dies würde laut unserer Neuemissionsprognose (EUR 167,5 Mrd.) einem Volumen an zu platzierenden Covered Bonds von rund EUR 114 Mrd. in H1/2026 entsprechen. Die Differenz von EUR 55,1 Mrd. erfordert ein hohes Neuemissionsvolumen im II. Quartal und eine schnelle Rückkehr zu einem aktiven Primärmarktgeschehen mit möglichst wenigen Unterbrechungen. Mit Blick auf die hohen Fälligkeiten in 2026 sollten hier insbesondere Emittenten aus Deutschland, Frankreich und Kanada etwas mehr Druck verspüren, auch wenn wir für Kanada nicht erwarten, dass alle EUR-Fälligkeiten in 2026 auch in Euro refinanziert werden dürften.

Anstieg des Zinsniveaus rückt die Frage nach der idealen Laufzeit wieder in den Fokus

Infolge der inflationstreibenden Effekte steigender Öl- und Gaspreise nach Ausbruch des Iran-Konflikts sind die impliziten Zinswahrscheinlichkeiten für den Euroraum deutlich angestiegen. Da am aktuellen Rand die Länge der militärischen Auseinandersetzung und damit auch die Auswirkungen auf die Inflation kaum absehbar waren, entschied sich die EZB am vergangenen Donnerstag (19. März), die Leitzinsen weiterhin unangetastet zu lassen. Nichtsdestoweniger ließen schon die ersten Stimmen vor der Pressekonferenz darauf schließen, dass eine Anhebung des Zinsniveaus in den kommenden Leitzinssitzungen keineswegs ausgeschlossen sei. Vor diesem Hintergrund preist der Markt mittlerweile zwei Leitzinserhöhungen bis zum Jahresende ein. Der neuen Erwartungshaltung der Marktteilnehmer entsprechend verzeichneten wir einen deutlichen Anstieg der Swapkurve. Dieser fiel für die kürzeren Laufzeiten deutlich ausgeprägter aus als am langen Ende. Der dreijährige Swapsatz stieg seit Beginn der militärischen Auseinandersetzung im Nahen und Mittleren Osten um mehr als 50bp an, während der Anstieg bei den zehnjährigen Swapsätzen lediglich rund 30bp betrug. Die Swapkurve steigt folglich weniger steil an, als es noch Ende Februar der Fall war. Für die Covered Bond-Emittenten stellt sich zweifelsohne die Frage, welche Laufzeit sie für ihre nächste Benchmarkemission wählen sollten. Wir würden eher erwarten, dass nach den Renditeanstiegen der letzten Wochen längere Laufzeiten weniger im Fokus der Emittenten stehen dürften. So dürfte die Attraktivität infolge der höheren Renditen am kurzen Ende gestiegen sein und damit das Exekutionsrisiko einer Neuemission für Emittenten in den mittleren und kurzen Laufzeiten geringer ausfallen als für einen Langläufer – auch wenn sich einige Real Money-Investoren wie Pensionsfonds oder Versicherungen das lange Ende derzeit eher intensiver anschauen dürften.

Fair Value unklar: Geringe Aussagekraft bei dünnem Sekundärmarkt

Neben dem gestiegenen Zinsniveau wird im Zuge des veränderten Sentiments spannend zu beobachten sein, welche Spreadaufschläge für Neuemissionen erforderlich sind, um eine erfolgreiche Platzierung zu gewährleisten. So stiegen die Neuemissionsprämien für die sieben im März platzierten EUR-Benchmarks bereits deutlich an. Die Neuemissionsprämie eines Deals hängt jedoch maßgeblich vom zuvor ermittelten Fair Value ab. Bei sehr geringen Sekundärmarktumsätzen, einem Auseinanderfallen von Schirm- und Sekundärmarktpreisen sowie einem stark limitierten Neuangebot ist ein solcher Fair Value unserer Ansicht nach nur von begrenzter Aussagekraft. Zweifelsohne ist jedoch eine höhere Spreadsensitivität der Investoren gegenüber Neuemissionen am Primärmarkt zu beobachten, verbunden mit einem leichten Anstieg der Sekundärmarktpreise für Covered Bonds. Wir sind jedoch noch nicht der Ansicht, dass die aktuellen Sekundärmarktpreise das veränderte Risikoumfeld bereits vollständig widerspiegeln und würden einen weiteren moderaten Anstieg der Spreads nicht ausschließen. Für die ersten Emittenten, die mit einer Neuemission nach der aktuellen Emissionspause an den Markt gehen, stellt sich zweifelsohne die Frage nach dem angemessenen Fair Value. Dieser muss insbesondere dem veränderten Risikosentiment Rechnung tragen und dürfte entsprechend höher liegen als noch Ende Februar. Ein gewisses Spreadzugeständnis des Emittenten in Form einer Neuemissionsprämie wird für die ersten Transaktionen zweifelsohne notwendig sein, um die Erfolgswahrscheinlichkeit zu erhöhen.

Fazit und Ausblick

Die aktuelle geopolitische Unsicherheit – insbesondere im Zusammenhang mit dem Iran-Konflikt – hat die Marktvolatilität deutlich erhöht und in den vergangenen Wochen die attraktiven Emissionsfenster für Covered Bond-Emittenten auf einige wenige Tage begrenzt. In dieser angespannten Situation stehen die Emittenten vor der Herausforderung, zwischen dem optimalen Timing und dem zunehmenden Emissionsdruck abzuwägen. Ein wichtiger Indikator für Marktphasen, in denen auch Covered Bonds erfolgreich platziert werden können, ist der iTraxx Europe Senior Financial. Bei abnehmender Volatilität an den Märkten dürfte sich unserer Ansicht nach auch das Emissionsfenster für Primärmarkttransaktionen wieder öffnen. Dabei stehen viele Emittenten vor der Frage, wo der Fair Value einer Neuemission liegen würde. Dieser wird unserer Ansicht nach höher liegen als noch Ende Februar. Auch limitierte Spreadzugeständnisse in Form einer Neuemissionsprämie dürften für die ersten Emissionen zweifelsohne notwendig sein.

SSA/Public Issuer

Update: Gemeinschaft deutscher Länder – Länderjumbos

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

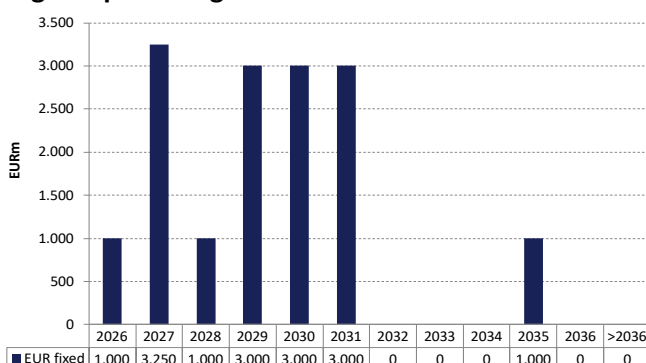
Einleitung

Die Gemeinschaft deutscher Länder stellt eine Besonderheit im Allgemeinen und speziell am deutschen Sub-Sovereign-Markt dar. Mehrere deutsche (Bundes-)Länder begeben im Rahmen des Konstrukts gemeinschaftlich Anleihen (sog. „[Länderjumbos](#)“; ab EUR 1 Mrd.), bei denen jedes Land für seinen eigenen Anteil an der Gesamtemission (teilschuldnerisch) haftet. Eine gesamtschuldnerische Haftung ist damit nicht vorhanden. 1996 fanden erstmals mehrere Länder zu einer derartigen gemeinsamen Emission zusammen. Seitdem hat sich die Gemeinschaft deutscher Länder am Rentenmarkt etabliert. Meist zweimal pro Jahr platzieren mehrere Emittenten gemeinschaftliche Titel. Die beteiligten Länder lassen sich insbesondere durch einen vergleichsweise niedrigen Refinanzierungsbedarf charakterisieren. Mittels der großvolumigen Länderjumbos realisieren die Emittenten somit Skalenvorteile, welche sich in niedrigeren Zinsausgaben widerspiegeln.

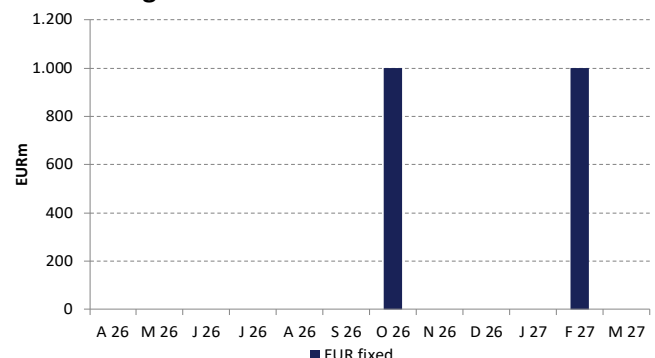
Teilnehmer, Struktur und Rating

Insgesamt sind (noch) sechs Länder (G6) an den aktuell ausstehenden Emissionen beteiligt. Während Sachsen-Anhalt, Hessen und NRW bereits nach der ersten Platzierung 1996 auf Länderjumbos als Refinanzierungsinstrument verzichteten und Berlin sich seit 2002 nicht mehr an der Gemeinschaft beteiligt, nutzen folgende Emittenten Länderjumbos zum Teil als wesentliche Refinanzierungsinstrumente: Bremen, Hamburg, Mecklenburg-Vorpommern, Rheinland-Pfalz, Saarland und Schleswig-Holstein sammelten über die Anleihen der Gemeinschaft, die sich derzeit im Umlauf befinden, bedeutende Teile ihrer Fundingvolumina ein. Zuletzt schied Brandenburg Anfang Februar 2025 mit Fälligkeit der Anleihe Nr. 47 aus der Emittentengruppe aus. Aufgrund der besonderen Struktur der Gemeinschaft besteht kein Emittentenrating. Stattdessen bewertet Fitch jede einzelne Emission, um der unterschiedlichen Beteiligungsstruktur (teilschuldnerische Haftung) Rechnung zu tragen. Zu Unterschieden führt dies indes nicht: Sämtliche Länderjumbos werden seit der Serie #11 von der Ratingagentur mit AAA bewertet. Fitch begründet das Rating mit dem „Prinzip der Bundestreue“ und dem neu geordneten bundesstaatlichen Finanzausgleichssystem (Umsatzsteuerverteilung vollständig nach der Einwohnerzahl), woraus die Ratingexperten ein äußerst geringes Ausfallrisiko ableiten.

Fälligkeitsprofil insgesamt



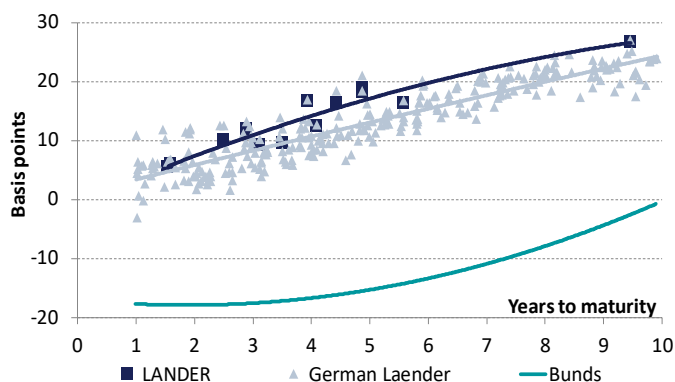
Anleihefälligkeiten der kommenden 12 Monate



Ausstehende Volumina

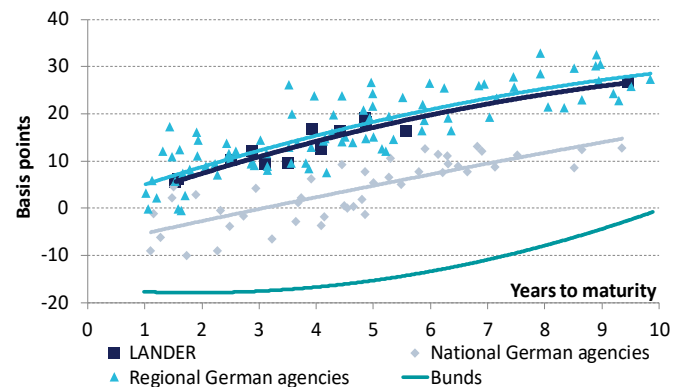
Insgesamt entfällt ein ausstehendes Volumen i.H.v. EUR 15,25 Mrd. verteilt auf 15 Bonds auf die sich im Umlauf befindlichen Länderjumbos. Sämtliches ausstehendes Volumen ist in der europäischen Gemeinschaftswährung denominiert und festverzinslich. Andere Instrumente wie Schuldscheindarlehen werden nicht gemeinschaftlich begeben. Nachdem 2008 ein Länderjumbo als Floater emittiert worden war, verzichtete die Gemeinschaft in der Folge auf dieses Instrument zur gemeinsamen Refinanzierung. Zwischenzeitlich war auch hier der Kupon bei 0,0% bzw. 0,01% angekommen: 2015 stand erstmalig eine Null vor dem Komma. Die laufende Nummer der Serie begebener Anleihen ist mittlerweile bei #67 angelangt (vgl. [Wochenpublikation vom 24. September 2025](#)). Dieser Bond ist zudem das Wertpapier mit der längsten ausstehenden Laufzeit und wird im September 2035 fällig. Der derzeit größte Bond umfasst EUR 1,25 Mrd. (#53). [Mitte Februar](#) haben wir zuletzt die veröffentlichten (Brutto-)Kreditermächtigungen der Länder für 2026 kommentiert, die sich derzeit auf EUR 72,1 Mrd. belaufen (ohne Baden-Württemberg; inkl. unserer Schätzung für BADWUR rund EUR 99 Mrd.). Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit der Platzierung neuer Anleihen im Umfang von EUR 75-80 Mrd., darunter frische Länderjumbos i.H.v. EUR 2,0-2,5 Mrd. Hinsichtlich der Fälligkeiten muss in diesem Jahr nur der Länderjumbo #51 zurückgezahlt werden (Oktober, EUR 1 Mrd.), sodass der Brutto-Supply durchaus auch geringer ausfallen könnte.

ASW-Spreads vs. einzelne Länder & Bunds

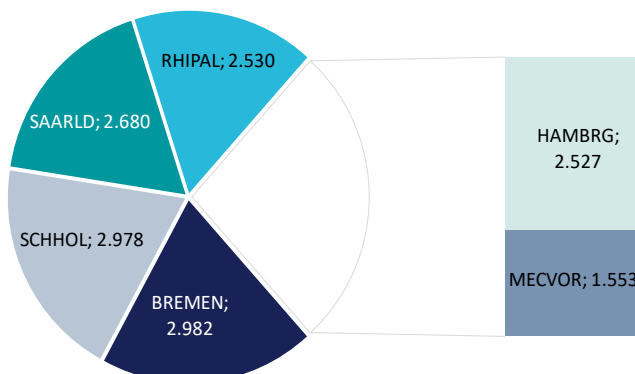


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

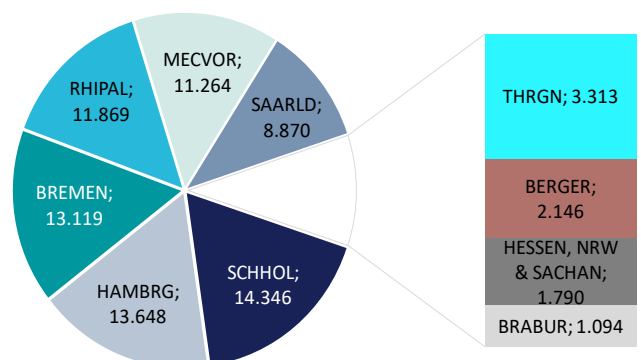
ASW-Spreads vs. deutsche Agencies & Bunds



Anteile der Länder am aktuell ausstehenden Volumen (EUR Mio.)



Kumulierte Anteile am emittierten Gesamtvolumen seit 1996 (EUR Mio.)



Quelle: Ministerium der Finanzen Rheinland-Pfalz, NORD/LB Floor Research

Stärken/Chancen

- + Beinhaltet kleinere Emittenten
- + Liquidere Anleihevolumina

Schwächen/Risiken

- Teilnehmer sind tendenziell Länder mit Haushaltsproblemen, hoher Abhängigkeit vom Finanzausgleich und/oder unterdurchschnittlicher Wirtschaftsleistung
- Komplexe Struktur
- Teilschuldnerische Haftung

LANDER – ein Dino vor dem Aussterben?

Auch wenn die Relevanz von deutschen Länderanleihen sowohl in ruhigen als auch volatilen Marktphasen weiterhin ungebrochen hoch sein dürfte, sehen wir am aktuellen Rand durchaus Anhaltspunkte dafür, dass speziell das LANDER-Konstrukt zunehmend kritisch von den (noch) teilnehmenden Sub-Sovereigns hinterfragt und die Zweckmäßigkeit des Vehikels vermehrt in Frage gestellt werden dürfte. Die in der jüngeren Vergangenheit stetig abnehmende Anzahl an beteiligten Ländern spricht in dieser Hinsicht nach unserem Dafürhalten eine deutliche Sprache. Zwar zeichneten sich die LANDER-Neuemissionen nie durch beeindruckende Orderbücher aus, aber für die letzten Transaktionen war die Nachfrage u.E. auffallend verhalten: So wurden für die Anleihen #65 und #67 keine finalen Orderbücher veröffentlicht, woraus wir ein nur schwaches Interesse seitens der Investoren ableiten. Darüber hinaus sind alle deutschen Länder grundsätzlich in der Lage, sich zu vergleichsweise günstigen Konditionen und in jeglichem Umfang am Kapitalmarkt zu refinanzieren, womit die Beschaffung von finanziellen Ressourcen über das gemeinschaftliche Vehikel zunehmend in den Hintergrund rückt. Des Weiteren sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass die Sub-Sovereigns über die nächsten 12 Jahre hinweg insgesamt EUR 100 Mrd. aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaschutz des Bundes erhalten, die die Notwendigkeit nach LANDER-Emissionen zusätzlich verringern dürften.

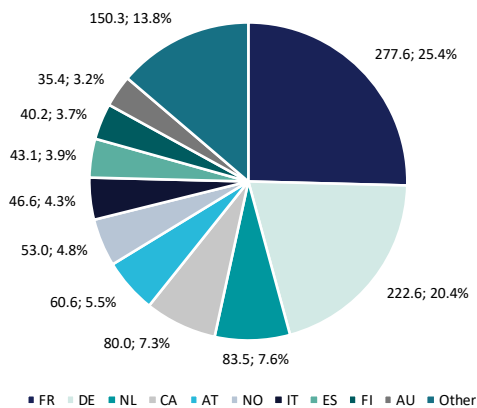
Fazit

Nachdem die einzige BULABO-Anleihe am 15. Juli 2020 fällig geworden ist, stellt das Konstrukt „Gemeinschaft deutscher Länder“ das komplexeste verbliebene Konstrukt am deutschen Sub-Sovereign-Markt dar. Mit EUR 15,25 Mrd. ausstehendem Volumen in 15 Bonds gehören Länderjumbos zu den liquidesten Wertpapieren am Markt. Für die Anleihen ist keine gesamtschuldnerische Haftung vorgesehen, weshalb diese Machart erklärungsbedürftig ist. Zu Unterschieden führt dies indes nicht: Sämtliche Länderjumbos werden von Fitch mit AAA bewertet. Die Ratingagentur begründet dies mit dem „Prinzip der Bundes-treue“ und dem neu geordneten bundesstaatlichen Finanzausgleichssystem, woraus sie generell ein äußerst geringes Ausfallrisiko ableitet. Ein Blick in den Fälligkeitskalender und die Historie verraten uns, dass in diesem Jahr mit mindestens einem Bond zu rechnen wäre. Aus den bisher veröffentlichten Kreditermächtigungen lässt sich ein weiterhin hoher (Re-)Finanzierungsbedarf der Länder ableiten, der nach wie vor zu großen Teilen über den Kapitalmarkt gestillt werden dürfte. LANDER-Neuemissionen dürften dabei (vorerst) weiterhin einen wichtigen Beitrag leisten, aber die Zukunft des Vehikels dürfte u.E. auf Basis der o.g. Gründe zunehmend kritisch hinterfragt werden.

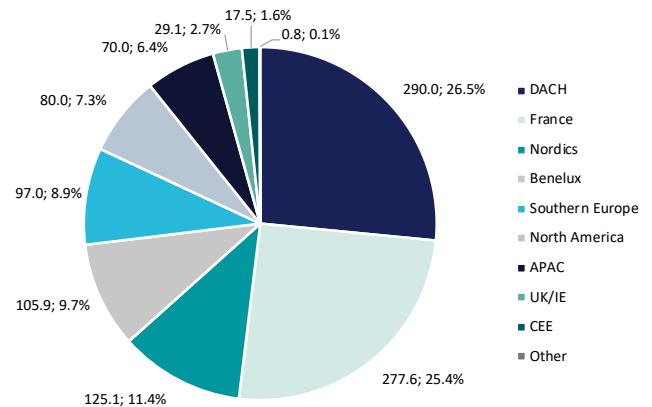
Charts & Figures

Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



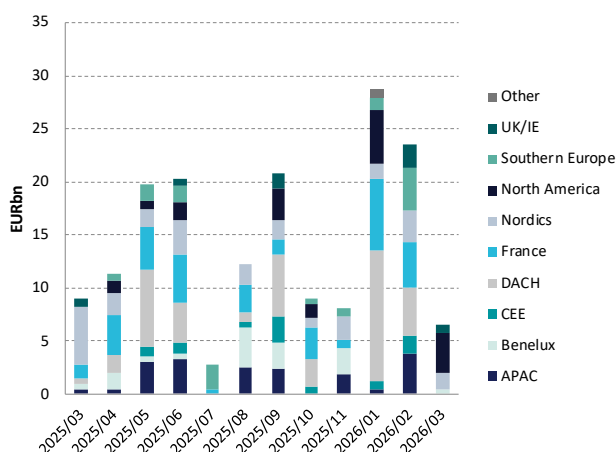
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



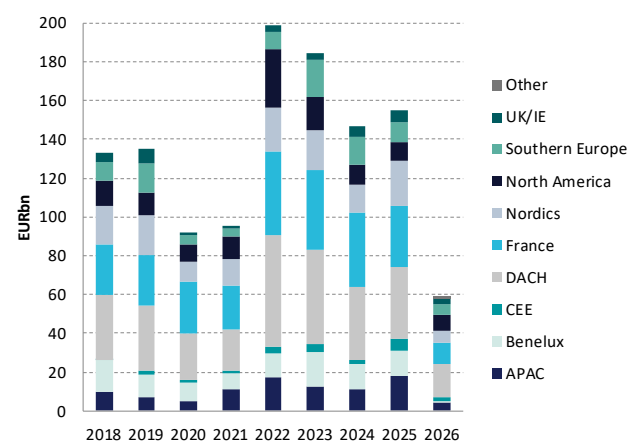
Top 10-Jurisdiktionen

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	277.6	270	38	0.97	8.9	4.3	1.79
2	DE	222.6	313	49	0.67	7.9	3.6	1.82
3	NL	83.5	82	4	0.95	10.4	5.2	1.61
4	CA	80.0	63	1	1.25	5.5	2.3	1.85
5	AT	60.6	100	5	0.60	8.2	3.6	1.69
6	NO	53.0	62	12	0.85	7.1	3.3	1.57
7	IT	46.6	61	6	0.73	7.9	3.7	2.23
8	ES	43.1	42	4	0.99	9.0	3.2	2.19
9	FI	40.2	49	4	0.81	6.6	2.9	2.03
10	AU	35.4	36	0	0.98	7.2	2.9	2.03

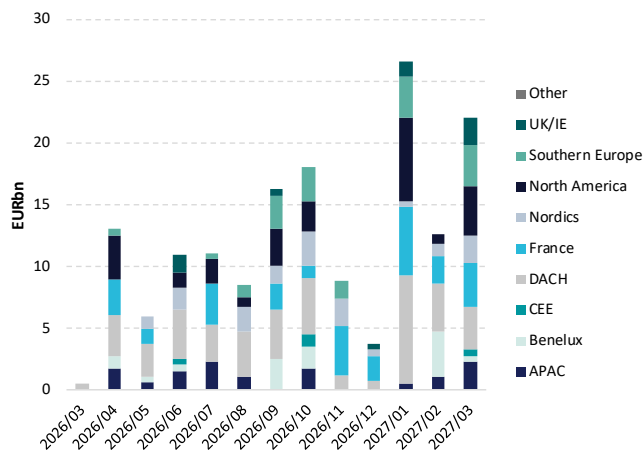
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



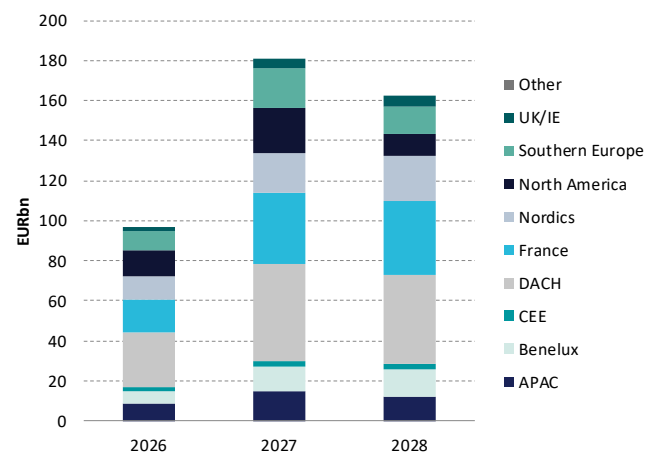
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



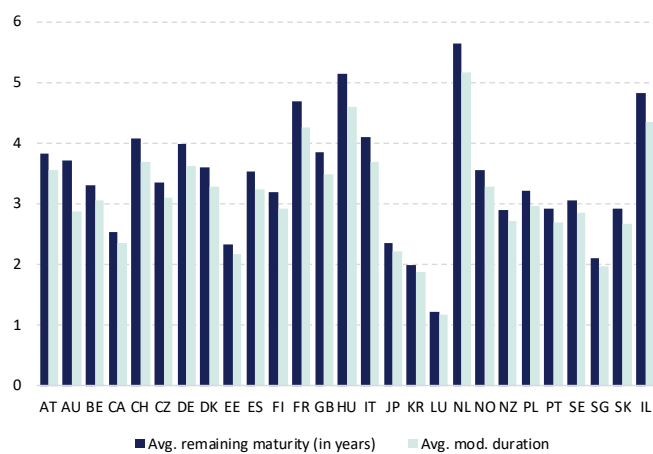
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



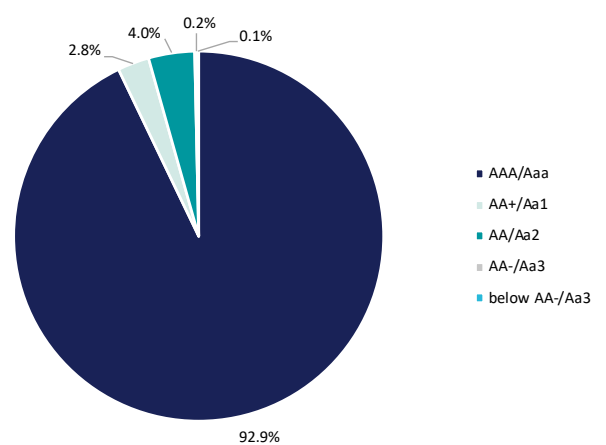
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



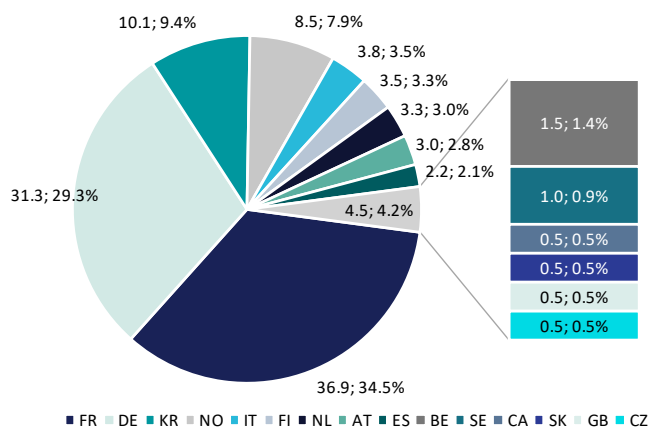
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



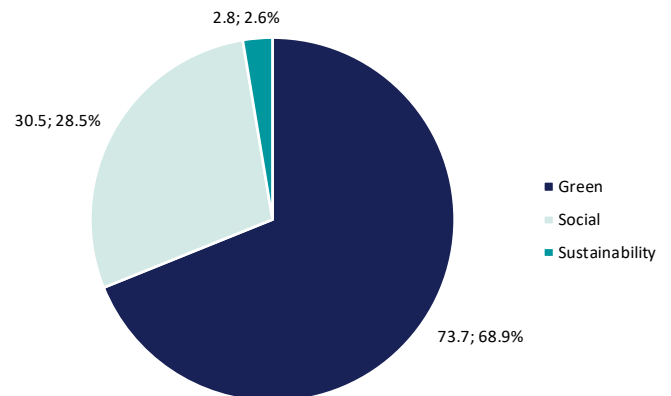
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

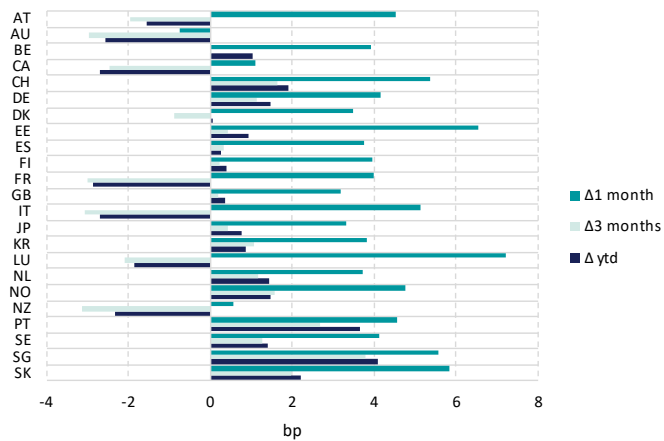


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

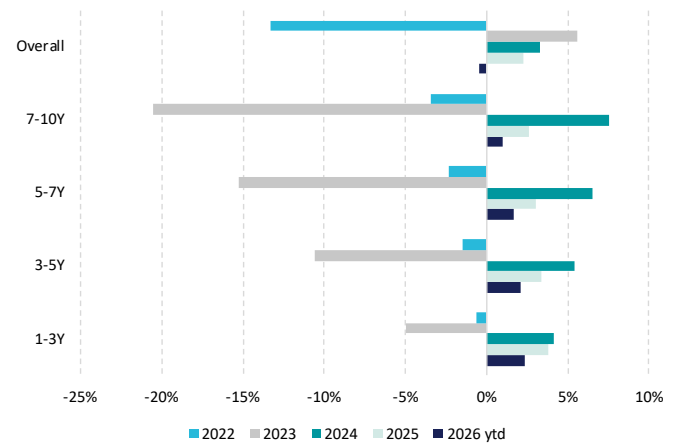


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

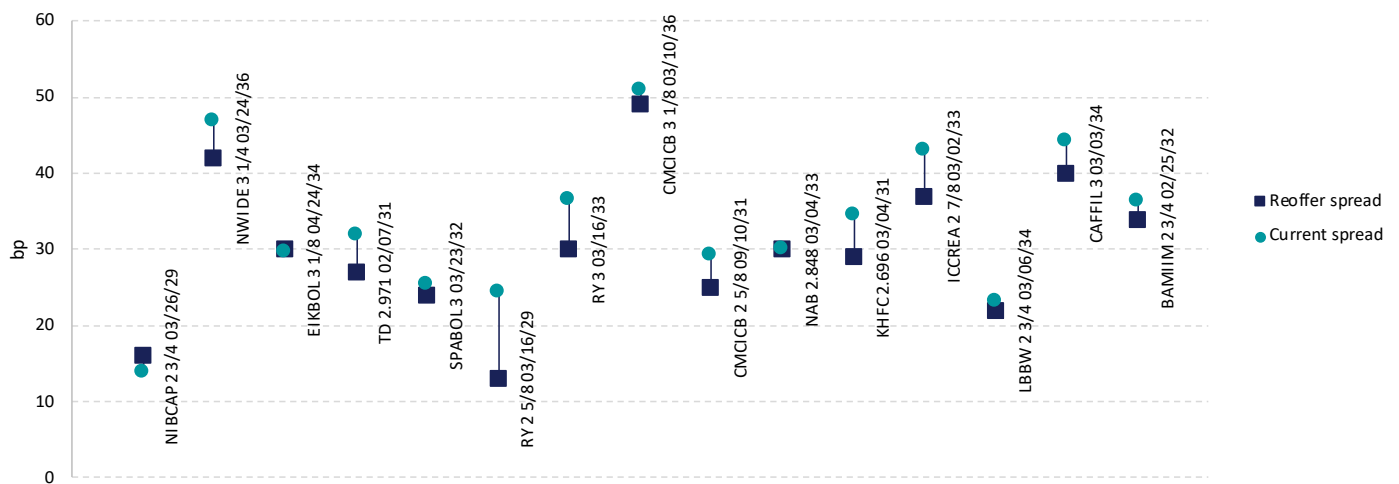
Spreadveränderung nach Land



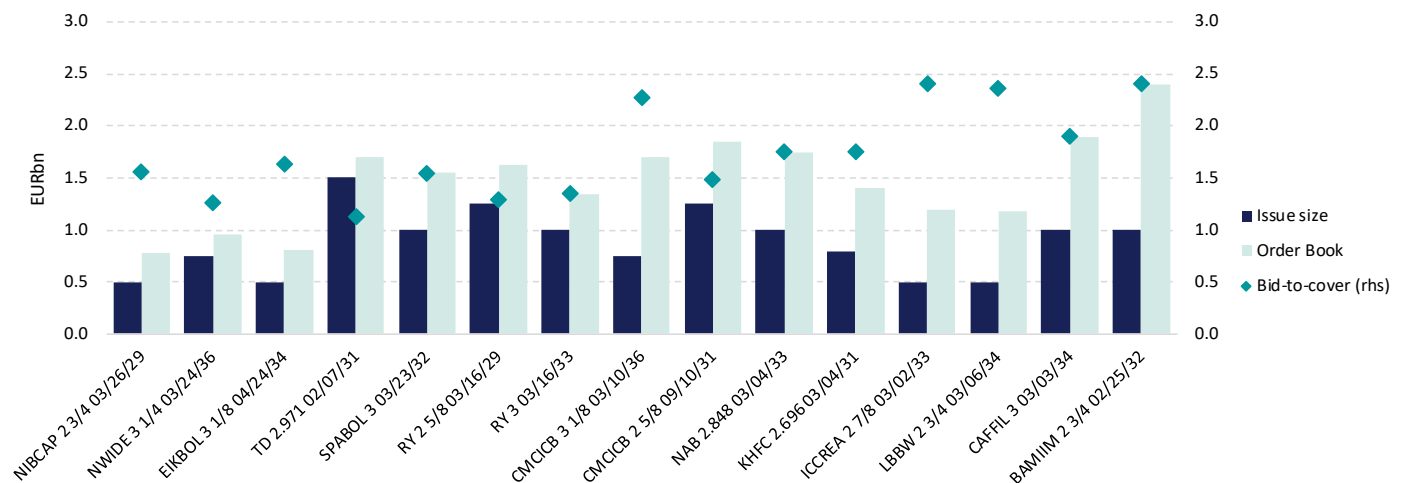
Covered Bond Performance (Total Return)

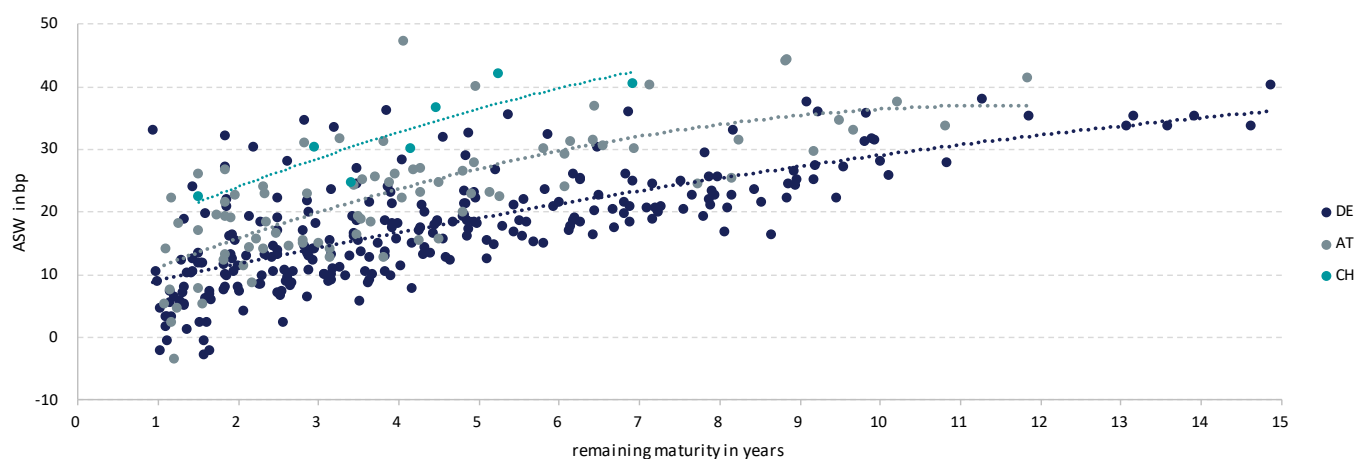
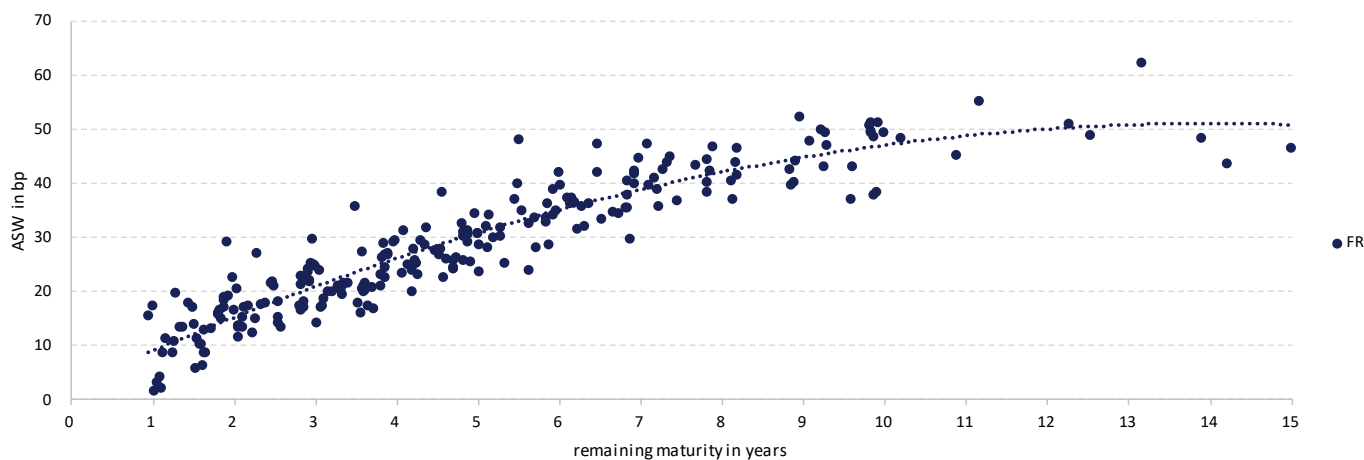
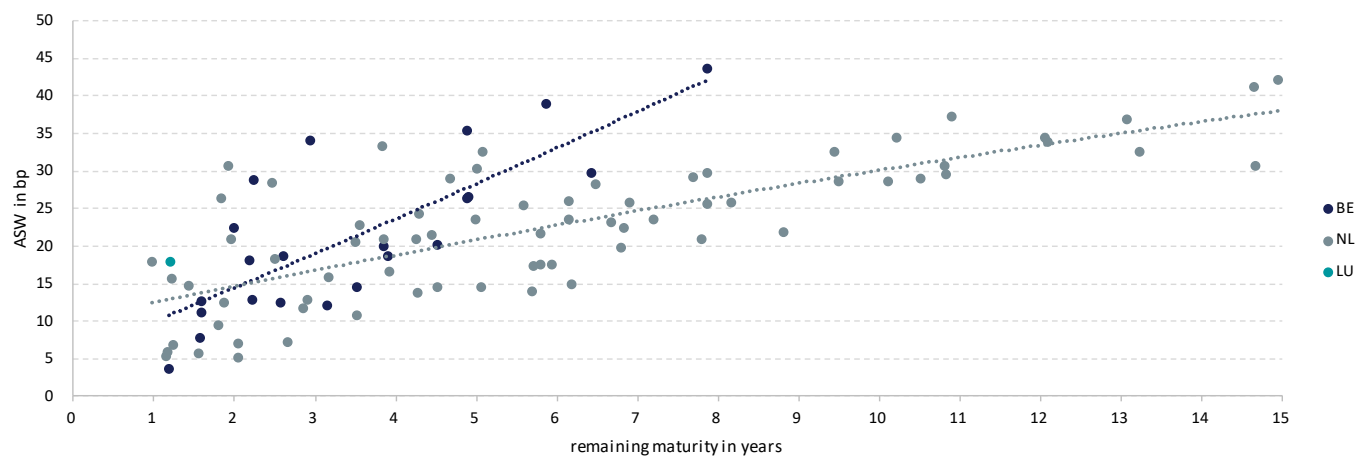


Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

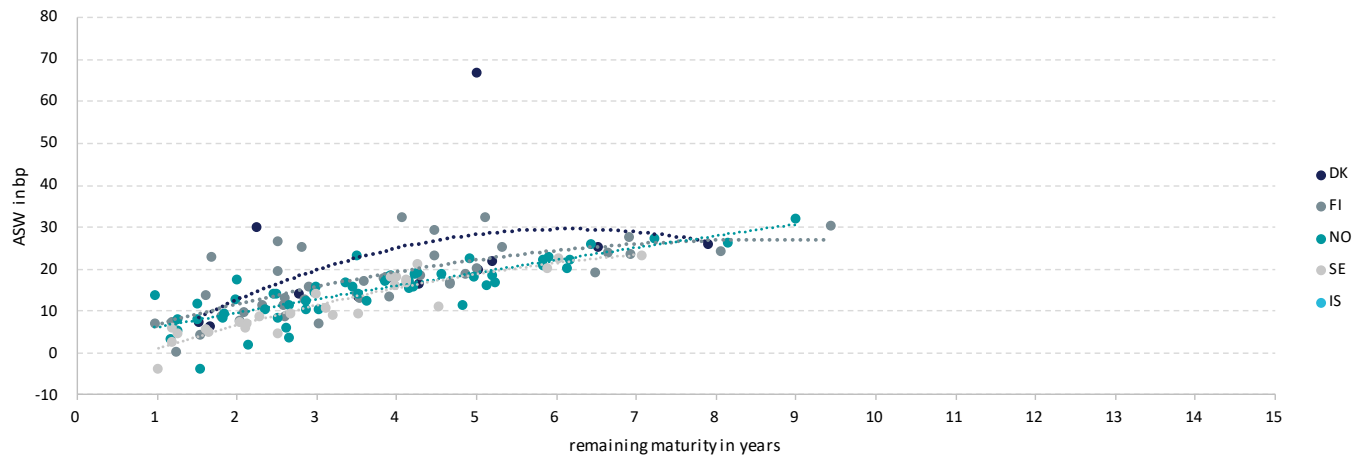


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

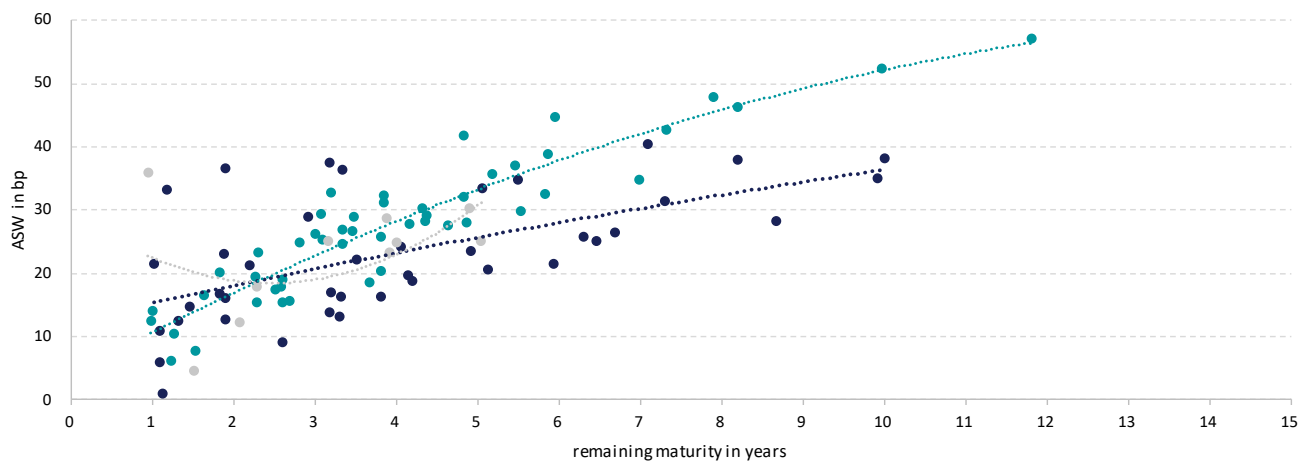


Spreadübersicht¹DACH   France Benelux   

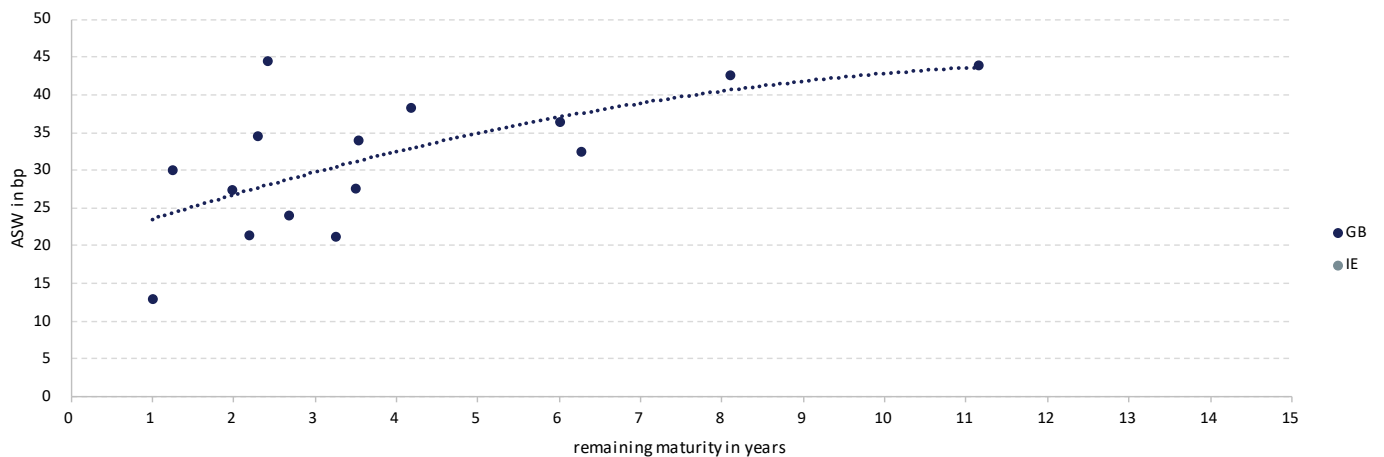
Nordics



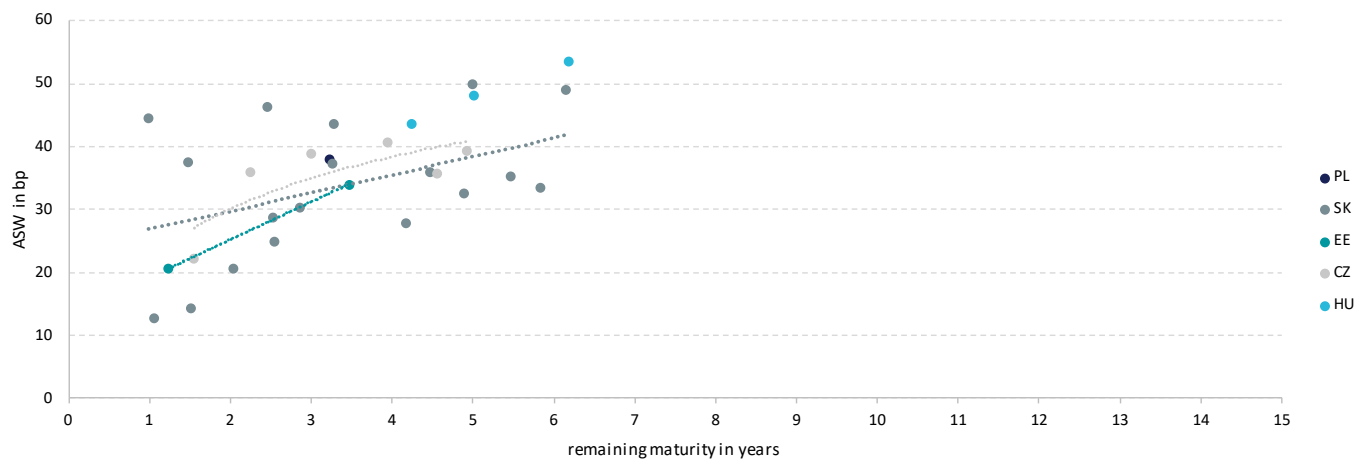
Southern Europe



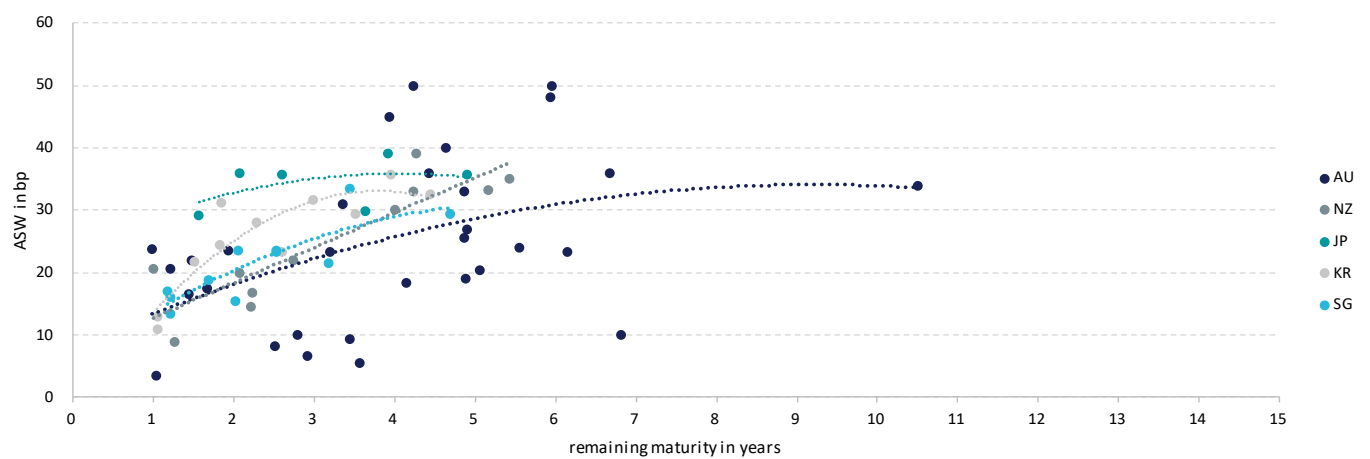
UK/IE



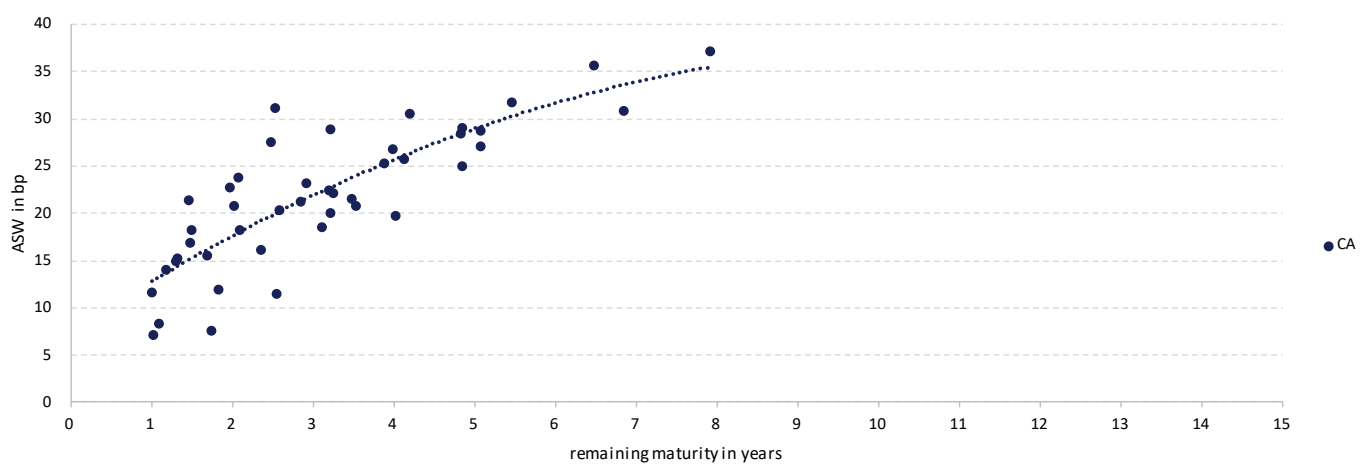
CEE



APAC



North America

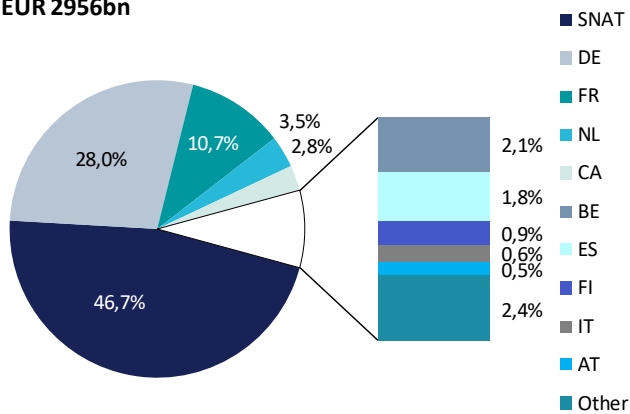


Charts & Figures

SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

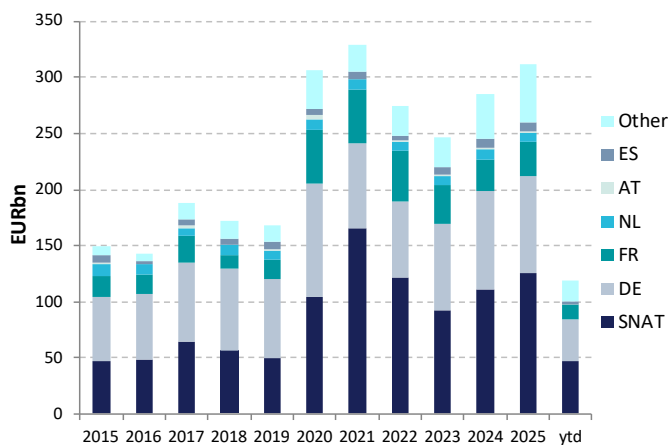
EUR 2956bn



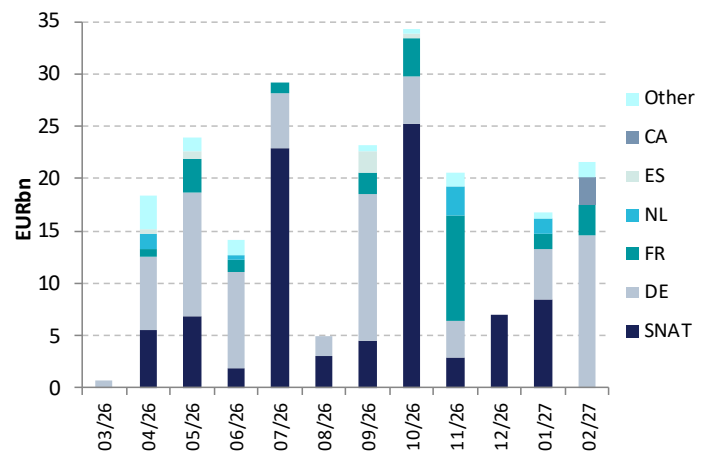
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.380,4	271	5,1	7,4
DE	828,1	626	1,3	5,7
FR	315,0	210	1,5	5,2
NL	102,5	91	1,1	5,8
CA	81,5	69	1,2	6,3
BE	61,9	56	1,1	9,2
ES	53,8	77	0,7	4,7
FI	27,2	28	1,0	3,7
IT	18,2	24	0,8	4,4
AT	15,0	22	0,7	5,0

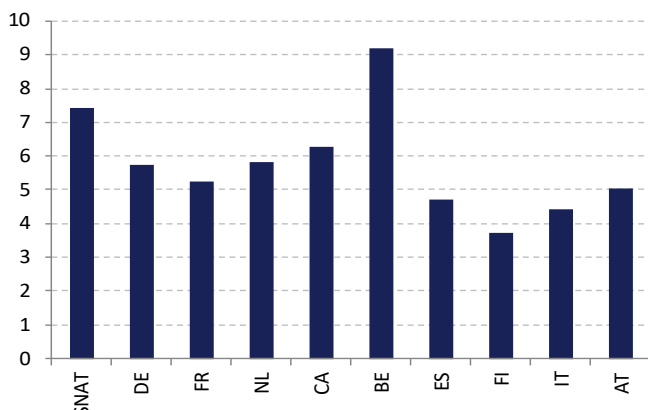
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



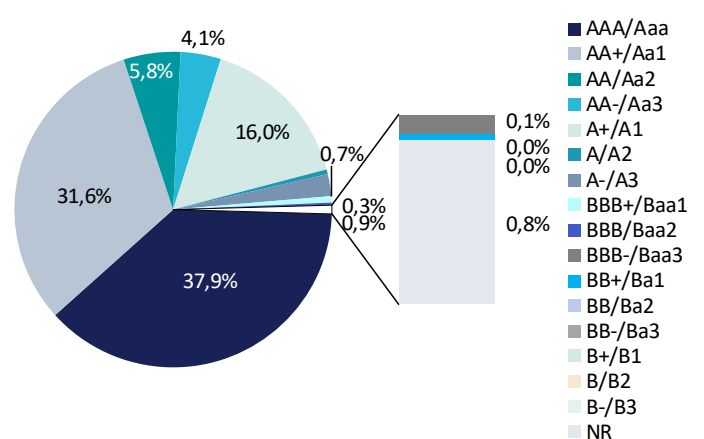
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



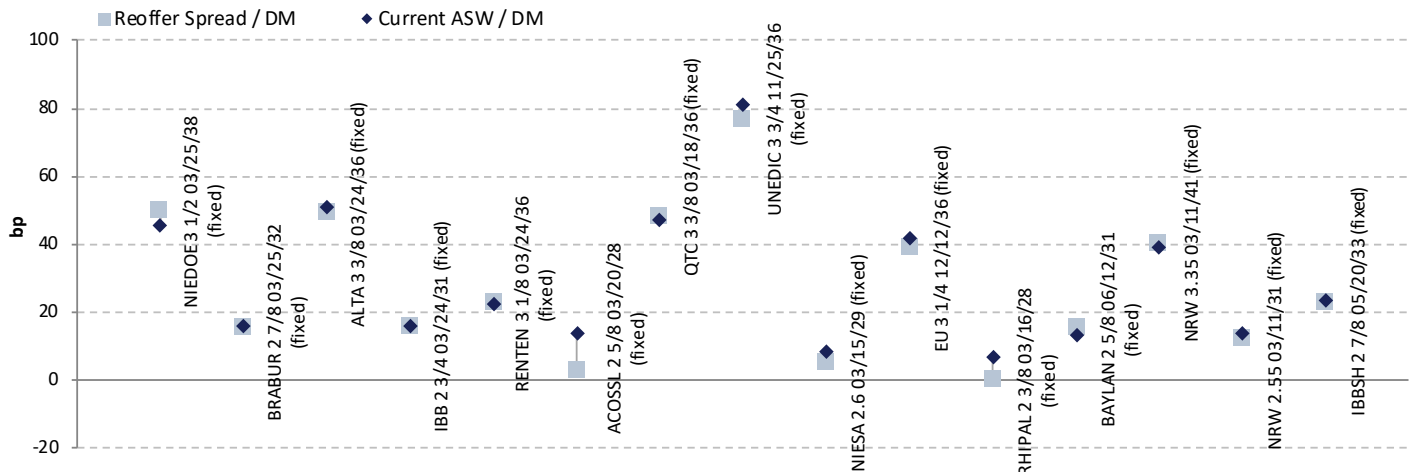
Vol. gew. Modified Duration nach Land



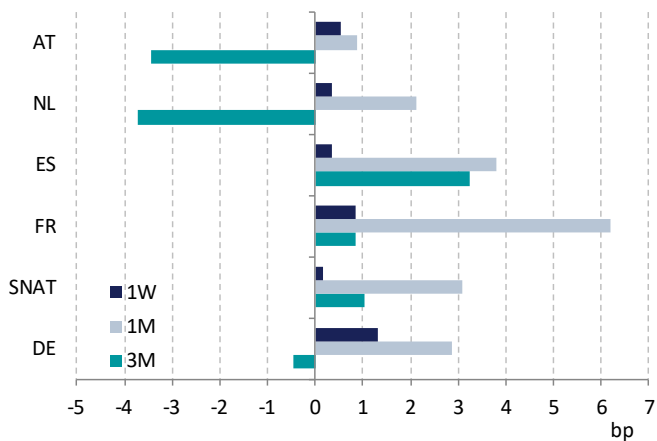
Ratingverteilung (volumengewichtet)



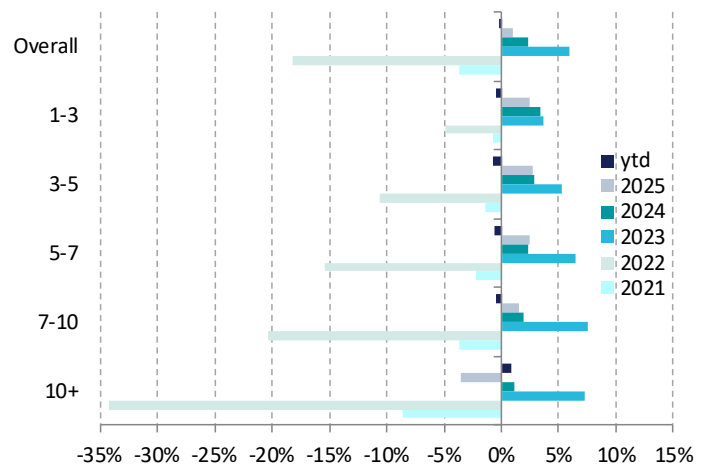
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



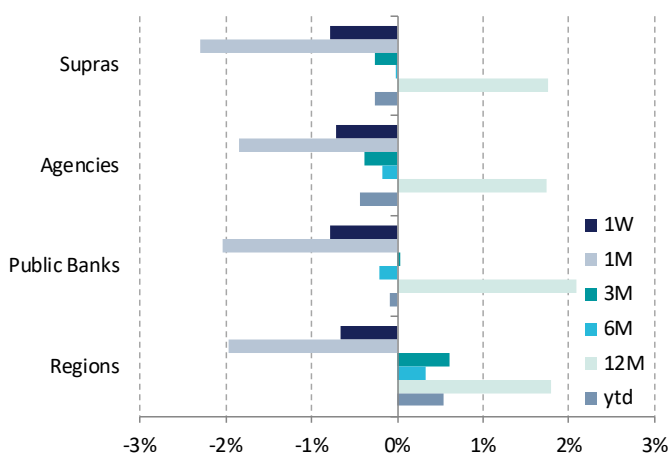
Spreadentwicklung nach Land



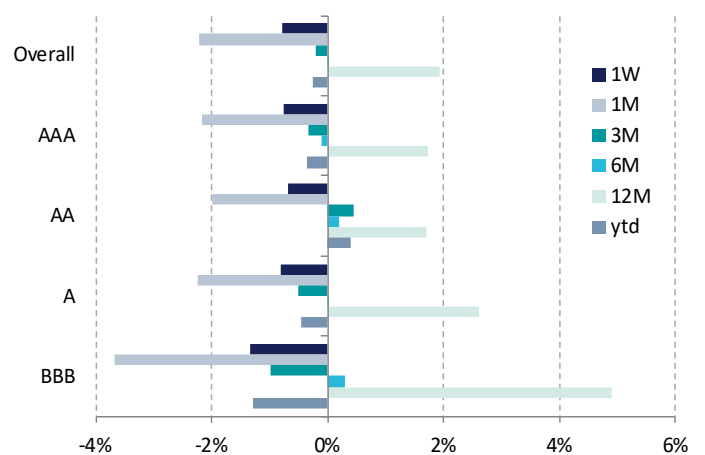
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

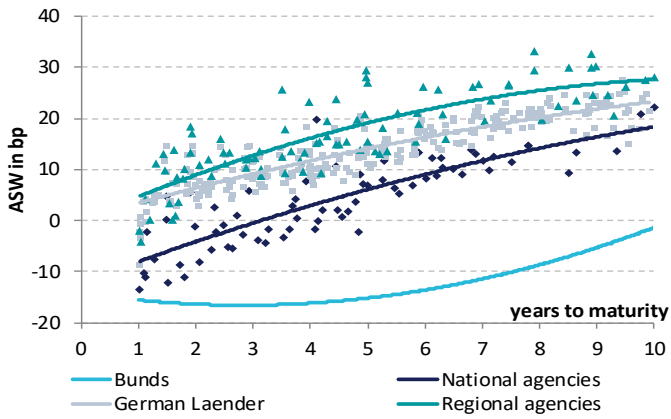


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

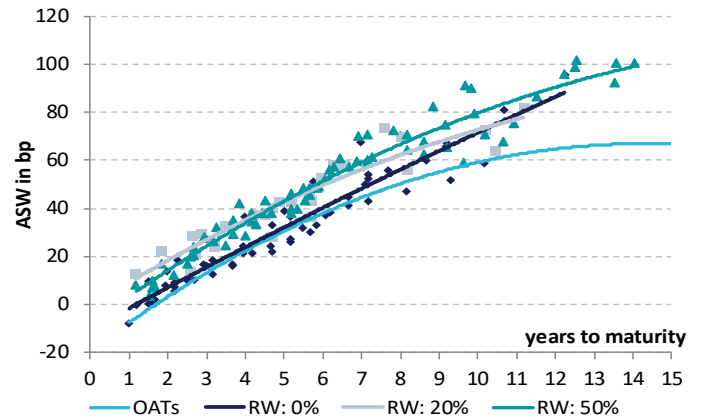


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

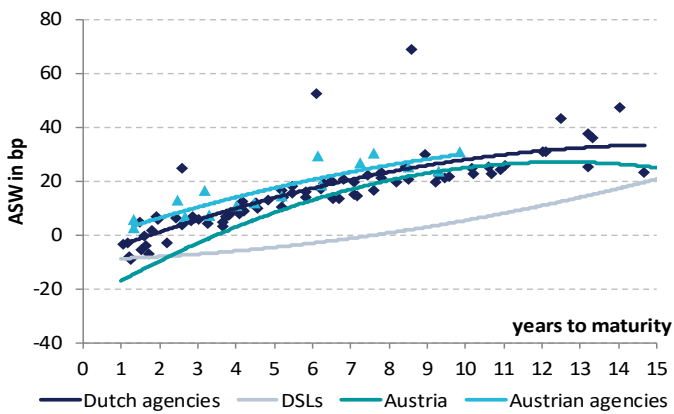
Germany (nach Segmenten)



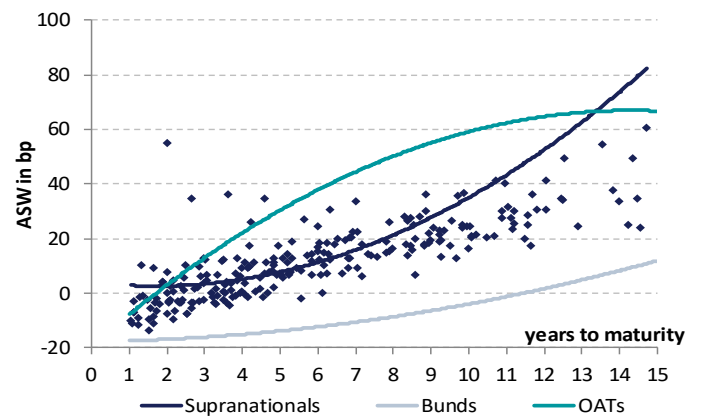
France (nach Risikogewichten)



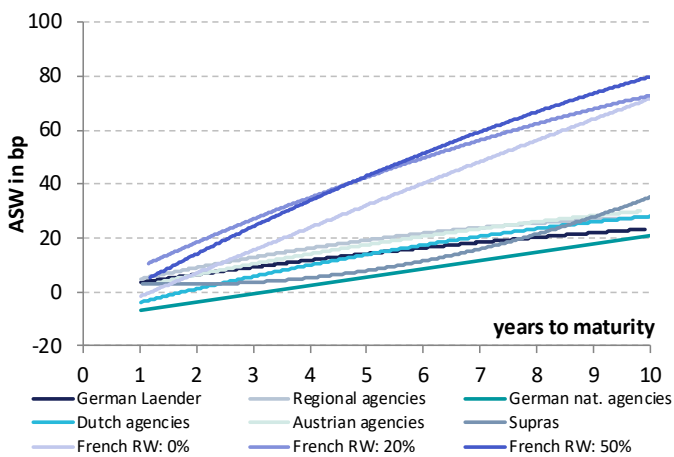
Netherlands & Austria



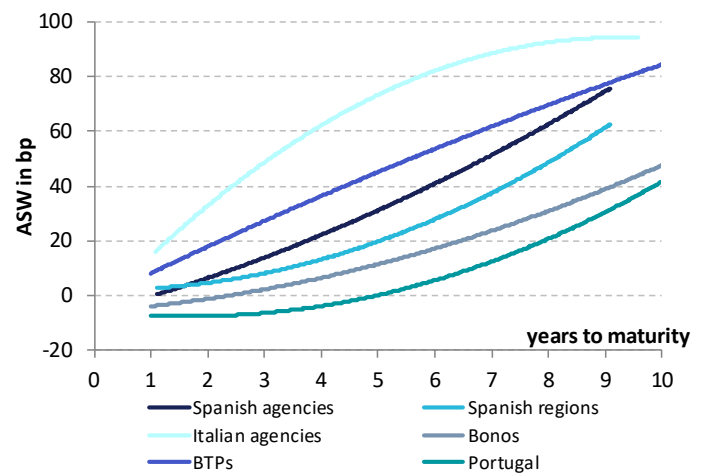
Supranationals



Core



Periphery



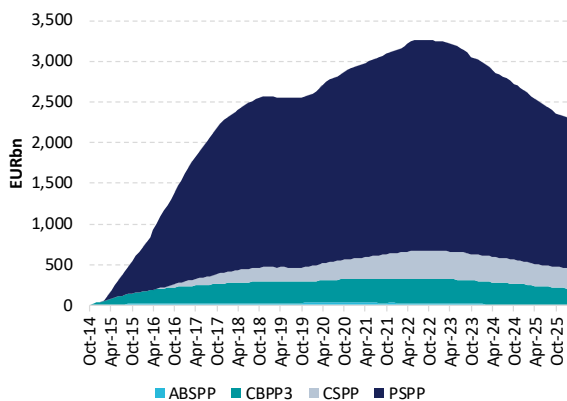
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

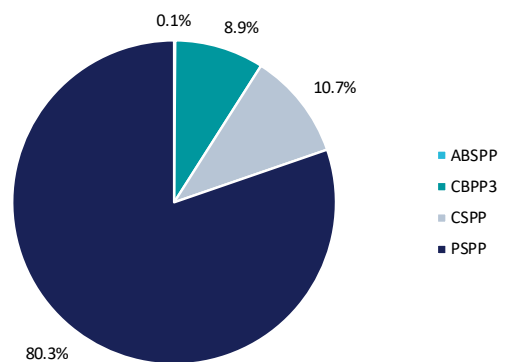
EZB-Tracker

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

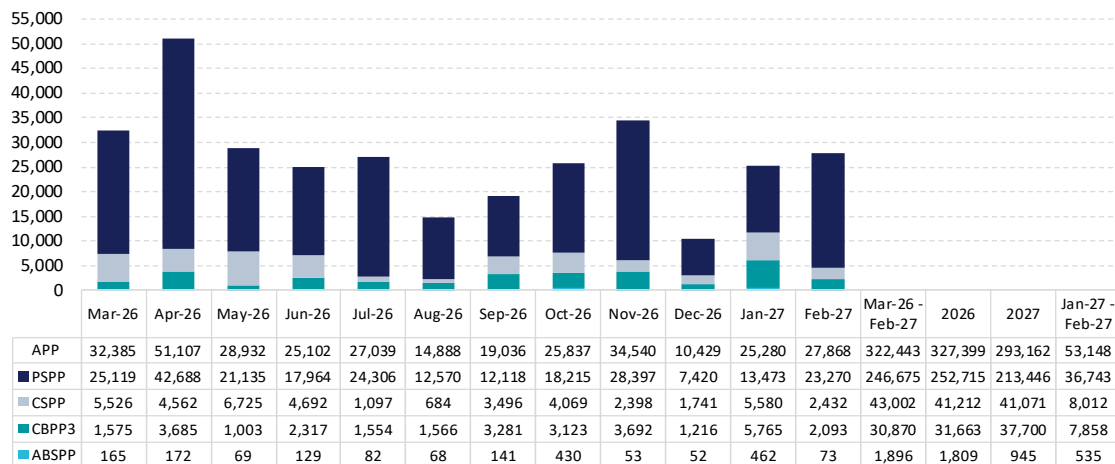
APP: Portfolioentwicklung



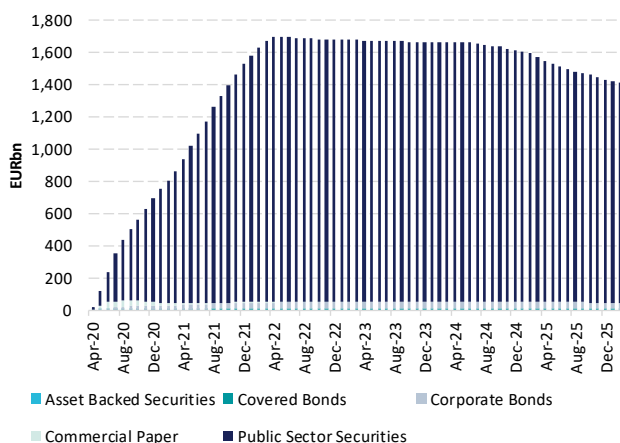
APP: Portfoliostruktur



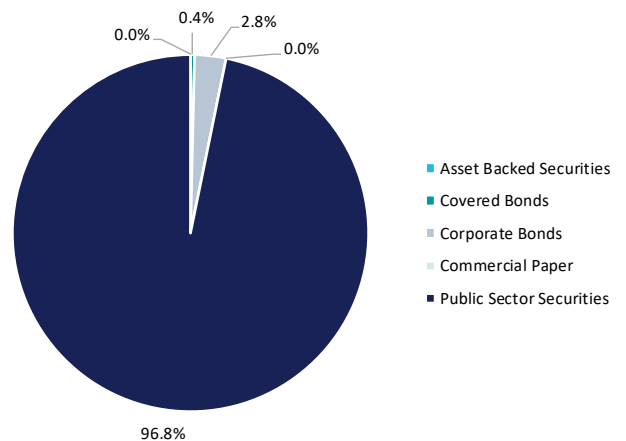
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



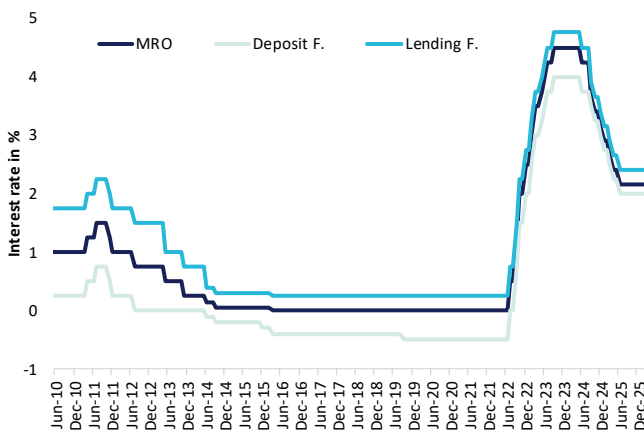
PEPP: Portfoliostruktur



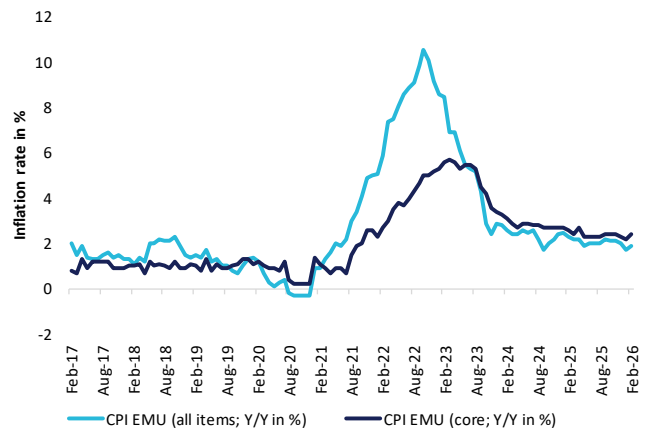
Charts & Figures

Cross Asset

EZB-Leitzinssätze



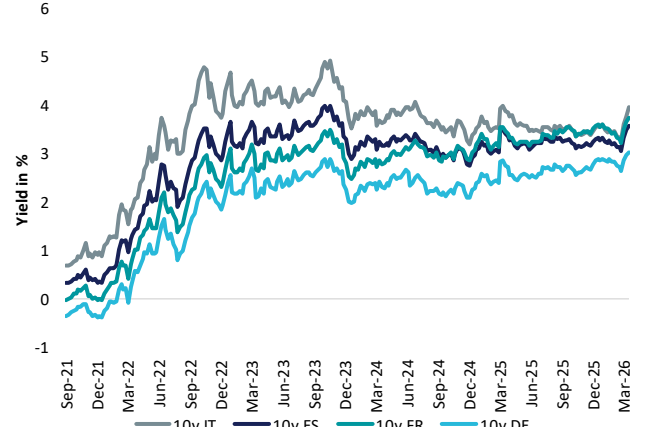
Inflationsentwicklung im Euroraum



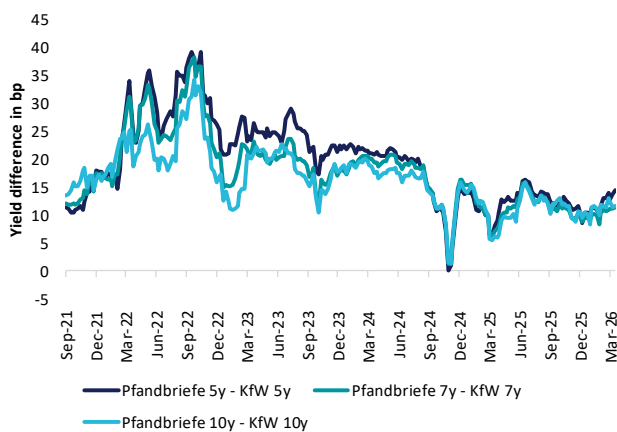
Bund-Swap-Spread



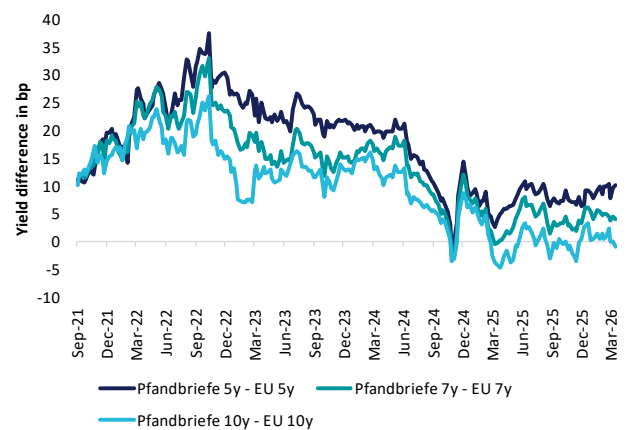
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
08/2026 // 18. März	- Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2025 - Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Supras (MDBs) 2026
07/2026 // 04. März	- Öffentlich besicherte Covered Bonds: Comeback möglich? - Export Development Canada – EDC im Fokus
06/2026 // 25. Februar	- CEE-Region: Wachsende Covered Bond-Märkte - Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
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

Anhang

Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2025](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2025](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2025 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 \(MDBs\) 2026](#)

[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: Noch kein Kurswechsel – aber der Wind dreht](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research



Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Head of Desk

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

lukas.kuehne@nordlb.de



Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

lukas-finn.frese@nordlb.de



Tobias Cordes, CIIA

SSA/Public Issuers

+49 162 760 6673

tobias.cordes@nordlb.de

Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Institutional Sales MM/FX	+49 511 361-9460
Fixed Income Relationship Management Europe	+352 452211-515
Retail & Structured Products	+49 511 361-9420

Origination & Syndicate

Origination FI	+49 511 9818-6600
Origination Corporates	+49 511 361-2911

Treasury

Liquidity Management/Repos	+49 511 9818-9620 +49 511 9818-9650
----------------------------	--

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

Sales Wholesale Customers

Firmenkunden	+49 511 361-4003
Asset Finance	+49 511 361-8150

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. März 2026 (08:50 Uhr)