



## Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

27. Mai 2026 // Ausgabe #16

Marketingmitteilung (ergänzende Hinweise s. Disclaimer)

# Inhalt

<b>Marktüberblick</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>3</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>7</b>
<b>Covered Bond-Jurisdiktion Kanada im Fokus</b>	<b>11</b>
<b>Stabilitätsrat zur 35. Sitzung zusammengetreten</b>	<b>17</b>
<b>Charts &amp; Figures</b>	
<b>Covered Bonds</b>	<b>21</b>
<b>SSA/Public Issuers</b>	<b>27</b>
<b>EZB-Tracker</b>	<b>30</b>
<b>Cross Asset</b>	<b>31</b>
<b>Ausgaben im Überblick</b>	<b>32</b>
<b>Publikationen im Überblick</b>	<b>33</b>
<b>Ansprechpartner in der NORD/LB</b>	<b>34</b>

## Flooranalysten:

**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

Head of Desk

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

**Lukas Kühne**

Covered Bonds/Banks

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

**Lukas-Finn Frese**

SSA/Public Issuers

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

**Tobias Cordes, CIIA**

SSA/Public Issuers

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

**NORD/LB:**

[Floor Research](#)

**NORD/LB:**

[Covered Bond Research](#)

**NORD/LB:**

[SSA/Public Issuers Research](#)

**Bloomberg:**

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

## Covered Bonds Marktüberblick

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

### Primärmarkt: Neuemissionsprämien nicht mehr vorhanden

In den vergangenen Handelswochen präsentierte sich der Primärmarkt weiterhin dynamisch. So konnten in den vergangenen vier Handelstagen insgesamt fünf Emittenten aus fünf Jurisdiktionen gedeckte Anleihen im Volumen von EUR 3,9 Mrd. am Markt platzieren. Dabei entfiel der Großteil der Emissionen auf den 20. Mai, an dem gleich drei Emittenten den Primärmarkt adressierten. Darunter waren die Aareal Bank (DE, Green-Debüt) und die Belfius Bank (BE), die sich beide für eine Laufzeit von fünf Jahren entschieden, während die Fédération des Caisses Desjardins du Québec (CCDJ) einen Covered Bond mit einer sechsjährigen Laufzeit emittierte. Die Spreads konnten in der Vermarktungsphase gegenüber der Guidance jeweils um sechs Basispunkte reduziert werden; zudem zeigten sich die Orderbücher auch nach der Fixierung des finalen Spreads weitestgehend stabil (durchschnittliche Bid-to-cover-Ratio: 2,9x). Nach den drei Emissionen am 20. Mai ging am darauffolgenden Tag mit der Commonwealth Bank of Australia (Ticker: CBAAU) ein weiterer außereuropäischer Emittent mit einem siebenjährigen Bond an den Markt. Die CBAAU entschied sich für eine Dealsize von EUR 1,25 Mrd., die er zu einem Reoffer-Spread von ms +32bp platzieren konnte. Nach dem Pfingstfeiertag ging die OTP Jelzálogbank (OTP Mortgage Bank) bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr an den Markt und konnte EUR 500 Mio. (WNG) bei ihren Investoren platzieren. Die OTP Mortgage Bank entwickelt sich seit ihrem Comeback im EUR-Benchmarksegment im Sommer vergangenen Jahres zunehmend zu einem regelmäßigen Emittenten in diesem Marktsegment. Seit Juni 2025 konnte die Bank bereits vier EUR-Benchmarks in einem Gesamtvolumen von EUR 2,0 Mrd. emittieren. Insgesamt wird der Primärmarkt von einem durchaus hohen Investoreninteresse unterstützt. Dieses kommt u.a. in mehr als auskömmlichen Überzeichnungsquoten sowie niedrigen bis teilweise wieder negativen Neuemissionsprämien (Durchschnitt der letzten fünf Neuemissionen: -0,2bp) zum Ausdruck. Am aktuellen Rand sehen wir zudem wenig Hinweise darauf, dass sich dieser Trend in näherer Zukunft umkehren könnte.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
OTP Mortgage Bank	HU	26.05.	XS3392853902	7.3y	0.50bn	ms +54bp	- / A1 / -	-
CBAAU	AU	21.05.	XS3386669694	7.0y	1.25bn	ms +32bp	AAA / Aaa / -	-
Aareal Bank	DE	20.05.	DE000AAR0496	6.0y	0.62bn	ms +33bp	- / Aaa / -	X
CCDJ	CA	20.05.	XS3389643407	5.0y	0.75bn	ms +26bp	AAA / Aaa / -	-
Belfius Bank	BE	20.05.	BE0390317866	6.0y	0.75bn	ms +24bp	AAA / - / AAA	-

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

### Sekundärmarkt: Nachfrage fokussiert sich vorwiegend auf die Neuemissionen

Die in den vergangenen vier Handelstagen emittierten Covered Bonds wiesen nicht nur primär eine hohe Nachfrage auf, sondern konnten auch auf dem Sekundärmarkt weiter performen. Diese Performance ist am aktuellen Rand jedoch auf 1-2bp limitiert. Insgesamt konzentriert sich der Großteil der Nachfrage am Sekundärmarkt auf die kürzlich emittierten Covered Bonds. Dabei liegt der Fokus vor allem auf die kürzeren und mittleren Laufzeiten. Das Spreadniveau zeigt sich am aktuellen Rand weitestgehend stabil, wobei wir eher Chancen für ein leichtes Spreadtightening sehen als für eine Gegenbewegung.

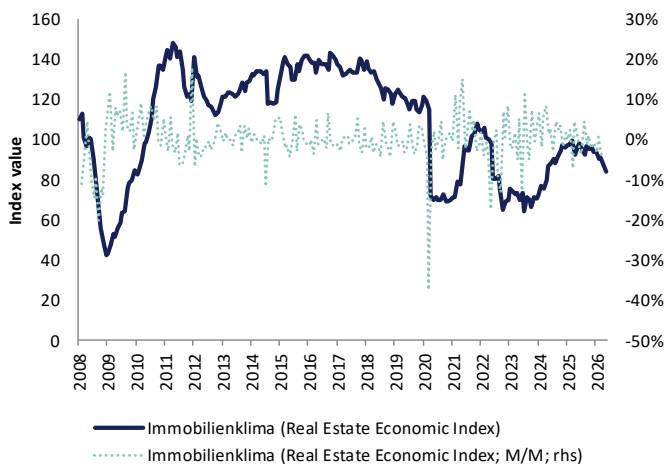
**EUR-Subbenchmarksegment: Zwei Emittenten zeigen sich aktiv in diesem Teilmarkt**

Ähnlich dynamisch wie die Emittenten im EUR-Benchmarksegment präsentierte sich auch das Subbenchmarksegment in den vergangenen vier Handelstagen mit zwei Neuemissionen. Die Hypo Tirol Bank (AT; vgl. [Issuer View](#)) und die Kreissparkasse Köln (DE) gingen beide am 21. Mai mit einer Transaktion an den Markt und konnten EUR 300 Mio. bzw. EUR 250 Mio. einsammeln. Beide Emittenten entschieden sich für eine Laufzeit von 7,0y und reduzierten den Spread im Verlauf der Vermarktungsphase jeweils um sechs Basispunkte. Die Bid-to-cover-Ratio beliefen sich auf 2,6x (Hypo Tirol Bank) bzw. 2,9x (Kreissparkasse Köln), woraus sich unserer Ansicht nach ein nicht unerhebliches Investoreninteresse ableiten lässt.

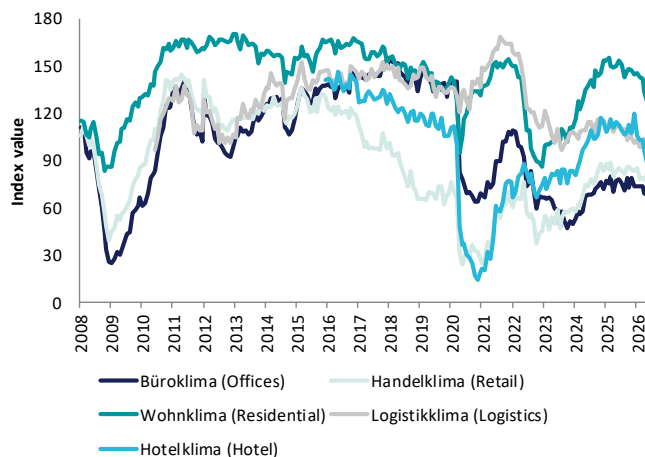
**Deutsche Hypo Immobilienklima: Abwärtstrend setzt sich fort**

Das Deutsche Hypo Immobilienklima gilt seit Jahren als viel beachteter Indikator für die Lage am deutschen Immobilienmarkt. Auch im Mai setzte sich der nun schon seit mehreren Monaten anhaltende Abwärtstrend fort. Insgesamt wurden im Rahmen der 221. [Monatsbefragung](#) rund 1.000 Immobilienexperten befragt. Im Ergebnis fällt das Immobilienklima im Vergleich zum Vormonat um -4,7% auf 83,8 Punkte, was den tiefsten Stand seit mehr als zwei Jahren darstellt. Verglichen mit dem Vorjahresniveau schlägt der Rückgang bereits mit -13,6% zu Buche. Nachdem sich in den Vormonaten zumindest das Ertragsklima recht konstant zeigte, muss auch dieses nun erhebliche Einbußen auf 90,6 Punkte hinnehmen (-4,9% M/M). Das Investmentklima gab in ähnlichem Umfang nach und notiert bei nur noch 77,2 Punkten (-4,2% M/M). Die stärksten Rückgänge verzeichnete das Logistikklima (-11,9% M/M), gefolgt vom Hotelklima (-8,7% M/M). Spitzenreiter mit 128,2 Punkten bleibt das Wohnklima – allerdings auch mit spürbaren Rückgängen (-4,7% M/M). Lediglich das Büroklima (-0,7% M/M) zeigte sich relativ konstant. Peter Kleinhütten, Leiter Kundenbetreuung Nordrhein-Westfalen, sieht den rückläufigen Indexstand primär als Indikator einer breit angelegten Schwäche, die aufgrund des Ausbleibens klarer Impulse für eine Stabilisierung nun zutage tritt. Investitionsentscheidungen seien laut Kleinhütten zwar weiterhin möglich, kommen am aktuellen Rand jedoch nur noch vereinzelt zustande, da die Investoren abwartend und selektiv agieren. Das gesamtwirtschaftliche Umfeld kommt am aktuellen Rand als zusätzlicher Belastungsfaktor hinzu. Gleichzeitig sehen die Immobilienexperten der Deutschen Hypo eine qualitative Verschiebung innerhalb des Marktes.

**Immobilienklima Gesamtindex und Veränderung (M/M)**



**Immobilienklima nach Segmenten**



**Bpifrance plant erste Emission einer European Secured Note**

Die französische Agency Bpifrance (BPI) hat in der vergangenen Woche bekanntgegeben, erstmals eine EUR-Benchmarktransaktion einer European Secured Note (ESN) emittieren zu wollen (vgl. [Pressemitteilung](#)). Mit der Emission einer ESN erweitert BPI seine Fundinginstrumente um eine weitere Anleihekategorie, mit der insbesondere die Finanzierung von KMU gestärkt werden soll. Ähnlich wie ein Covered Bond verfügt eine ESN über einen Pool an Forderungen, der zur Besicherung der Anleihen herangezogen werden kann, sofern der Emittent seinen Verpflichtungen gegenüber den Anleihegläubigern nicht mehr nachkommen kann. Anders als bei hypothekarisch gedeckten Covered Bonds basiert diese Besicherung jedoch nicht auf Immobilienwerten, sondern auf Forderungen gegenüber KMU. Mit dem Schritt will BPI das bislang eher theoretische Konzept der ESN – unterstützt von EU-Kommission und European Covered Bond Council (ECBC) – erstmals praktisch etablieren. Der zugrunde liegende Deckungspool besteht laut BPI aus einem granularen Portfolio besicherter und unbesicherter Kredite an französische KMU, von denen über 80% mit einer Garantie der BPI versehen sind. Ähnlich wie die meisten EUR-Benchmarks verfügen die ESNs der BPI über eine Soft Bullet-Struktur, die eine Fälligkeitsverschiebung um 12 Monate ermöglicht. BPI erwartet für seine ESNs eine Ratingeinstufung von Aaa durch die Ratingagentur Moody's. Die Mischung aus einem Emittenten aus dem SSA/Public Issuers-Universum und einer Covered-Bond-ähnlichen Struktur stellt zweifelsohne ein spannendes Konstrukt dar. Aufgrund der geringen Spreaddifferenzen zwischen Covered Bonds und Anleihen aus dem SSA/Public Issuers-Universum bleibt abzuwarten, ob die Emission einer ESN auch für BPI Fundingvorteile bieten wird. Auch die Frage nach der Investorenbasis für einen solchen Bond stellt sich, da Investoren zweifelsohne einen gewissen Spreadaufschlag gegenüber der BPI-Kurve erwarten dürften. Ungeachtet dessen ist die Ausweitung des Anleiheuniversums grundsätzlich positiv zu bewerten.

**Fitch: Aktuelles Marktumfeld erhöht Attraktivität von kanadischen Covered Bonds**

In der jüngsten Ausgabe ihrer regelmäßig erscheinenden [Peer Credit Analysen](#) stellen die Ratingexperten von Fitch dem kanadischen Covered Bond-Markt ein insgesamt positives Zeugnis aus. Abgesehen von der Equitable Bank (AA+, Outlook: Positive) weisen alle Covered Bond-Programme die Bestnote AAA auf. Klarer Treiber dieser Bewertung ist laut Fitch die exzellente Kreditqualität der zugrundeliegenden Deckungswerte. So sind weniger als ein Prozent Non-Performing Loans in den Hypothekenspools der acht untersuchten Emittenten vorhanden. Außerdem weisen diese einen moderaten Loan to Value (LTV) von durchschnittlich rund 45% sowie einen hohen Anteil an selbstgenutzten Wohnimmobilien (rund 81%) auf. Eine weitere Stärke ergibt sich aus der jüngsten Verbesserung des Gläubigerschutzes, welche durch die Canada Mortgage and Housing Corporation (CMHC) – dem zentralen Aufsichtsorgan des kanadischen Covered Bond-Frameworks – initiiert wurde. So sind im Cover Pool der Emittenten nunmehr ausschließlich amortisierende Darlehen zulässig, während sog. Home Equity Lines of Credit (immobilienbesicherte, revolving Kreditlinien) nicht mehr Teil der Deckungsmasse sein dürfen. Zudem wurden strengere Regeln bezüglich der Zinszahlung innerhalb von Verlängerungsperioden im Rahmen von Soft Bullet-Strukturen eingeführt. Fitch bringt im Rahmen der Marktanalyse ebenfalls einen potenziellen, zukünftigen EU-Äquivalenzstatus für kanadische Covered Bonds ins Spiel. So sei Kanadas Covered Bond-Framework weitestgehend kompatibel mit EU-Regeln – Unterschiede bestünden nur in Details zu bspw. Liquiditätsanforderungen sowie Eligible Assets.

**OSFI schlägt Anpassung des LCR-Rahmenwerks in Kanada vor**

Die kanadische Bankenaufsichtsbehörde OSFI (Office of the Superintendent of Financial Institutions) hat kürzlich einen [Konsultationsvorschlag](#) veröffentlicht, der eine Besserstellung von Covered Bonds unter dem kanadischen LCR-Rahmenwerk vorsieht. Aktuell können Covered Bonds als hochliquide Assets (HQLA) bestenfalls als Level 2A-Assets im Rahmen des LCR-Managements berücksichtigt werden, was einem Haircut von 15% entspricht. Der Vorschlag des OSFI umfasst nun ein neu einzuführendes LCR-Level-1B, dem auch Covered Bonds zuzuordnen wären. Damit würde sich das Anforderungsprofil ändern, das Covered Bonds in Kanada erfüllen müssten, um als Level 1B-Assets anerkannt zu werden und einem geringeren Haircut von 7% zu unterliegen. Dazu zählen eine langfristige Ratingeinstufung von mindestens AA- durch eine anerkannte ECAI-Ratingagentur (u.a. Fitch, Moody's, S&P) sowie ein Mindestemissionsvolumen von USD 750 Mio. Einen Überblick über die Ratingeinstufungen der kanadischen EUR-Benchmarkemittenten geben wir im [Fokusartikel](#) unserer Wochenpublikation. Weiterhin gelten insbesondere die Liquiditätsanforderungen sowie die Anforderungen an den Markt, in dem der Bond gehandelt wird. Diese müssen erfüllt werden, damit ein Covered Bond als Level 2A-Asset anerkannt werden kann. Entsprechend stellt die neue Kategorie eine Besserstellung von Covered Bonds in Kanada dar, ohne dass der bisherige Standard (Level 2A) verändert wird. Eine Anforderung an den geographischen Fokus ist im Konsultationsentwurf nicht enthalten. Folglich dürften sich unserer Ansicht nach fast alle EUR-Benchmarks mit einem ausstehenden Volumen von mindestens EUR 750 Mio. unter dem neuen Ansatz als Level 2A-Assets eignen. Dies würde auch die Attraktivität von Covered Bonds für kanadische Bankentreasuries erhöhen und könnte gegebenenfalls zu einer höheren Nachfrage nach EUR-Benchmarktransaktionen führen. Wie stark dieser Effekt ausfällt, bleibt abzuwarten. Mit dem Vorstoß nähert sich Kanada weiter dem EU-LCR-Framework an, das ebenfalls zwischen Level-1- und Level-2A-Assets differenziert. In den Details bestehen jedoch weiterhin Unterschiede: Kanadische Covered Bonds erfüllen nach aktueller Lesart in der EU-Regulierung maximal die Anforderungen für Level 2A. Perspektivisch könnte ein von der EBA vorgeschlagenes Drittstaatenäquivalenzregime hier für mehr Harmonisierung sorgen. Bis zum 20. Juli haben die Marktteilnehmer Zeit für eine Stellungnahme zum Vorschlag des OSFI.

**Moody's: Französische Covered Bonds trotzen makroökonomischen Risiken**

Moody's hat in einer kürzlich vorgelegten [Studie](#) eine detaillierte Analyse des französischen Covered Bond-Marktes vorgenommen. Die Ratingexperten stellen in dieser insbesondere die drohende politische Fragmentierung sowie schwächere Wachstumspfade und fiskalische Herausforderungen in den Vordergrund. Mit einem Sovereign-Rating von Aa3 (Outlook: Negativ) gehen außerdem potenziell steigende Refinanzierungsrisiken einher. Moody's hebt vor diesem Hintergrund jedoch hervor, dass die ansteigenden makroökonomischen Risiken keine dominanten Einflussfaktoren für die Entwicklung des Covered Bond-Segments darstellen. Stattdessen betonen die Ratingexperten die Relevanz der Fundamentaldaten der Covered Bond-Programme, die Moody's als robust beschreibt. Die hohe Qualität der Cover Assets – diese zeichnen sich für die untersuchten Programme durch niedrige LTVs sowie strenge Vergabestandards aus – stellt so weiterhin den Stabilitätsanker für die Assetklasse dar. Neben den qualitativ hochwertigen Deckungswerten ist auch die hohe Bonität der betrachteten Emittenten als weiterer stützender Faktor zu nennen. Da alle Emittentenratings im Bereich Aa3 bis Baa2 liegen, stellt die starke Bonität der Institute in Verbindung mit den robusten Cover Pools eine doppelte Sicherheit dar.

## SSA/Public Issuers

### Marktüberblick

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

#### **Pünktlich zum Issuer Guide – EBA bestätigt 0%-Risikogewicht für TenneT NL**

Am 21. Mai gab die europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA ihre Entscheidung hinsichtlich des anzusetzenden Risikogewichts für Anleihen des niederländischen Stromnetzbetreibers TenneT NL (Ticker: TENNNL) bekannt. Zur Erinnerung: Seit dem 01. September 2025 verfügt die Agency über eine explizite Garantie seitens des niederländischen Staates für (nahezu) alle ausstehenden sowie zukünftig aufgenommenen Verbindlichkeiten. Vor diesem Hintergrund haben die Ratingagenturen [Moody's](#) und [S&P](#) ihre Bonitätsbewertungen für TenneT NL an die Ratings des niederländischen Staates angepasst, sodass die garantierten Verbindlichkeiten nun ein „AAA“-Rating aufweisen. Durch die nun erfolgte Aufnahme des Stromnetzbetreibers in die [EBA-Liste für öffentliche Stellen](#) (Public Sector Entities, PSE), in denen all jene Agencies aufgeführt werden, für die sich das Risikogewicht aus Art. 116(4) [CRR](#) ergibt, hat die Aufsichtsbehörde nun offiziell das bereits von uns antizipierte 0%-Risikogewicht für TenneT NL bestätigt. Daraus ergibt sich ebenfalls eine Klassifizierung als Level 1-Asset im Rahmen der [LCR-Verordnung](#). „Diese Anerkennung unterstreicht die starke institutionelle Position von TenneT NL und seine entscheidende Rolle im Energiewandel. Als einziger niederländischer Emittent auf der EBA-Liste zu sein, unterstreicht die Stärke unseres Kreditprofils und stärkt unsere Positionierung auf den internationalen Kapitalmärkten weiter. Dadurch können wir langfristige Finanzierungen zu geringeren Kosten aufnehmen, was unsere Fähigkeit stärkt, zukünftige Netzinvestitionsprojekte zu finanzieren“, so Gerard Kits – Manager Treasury and Insurance. Auch uns kam der Zeitpunkt der Bekanntgabe sehr gelegen, denn kurz darauf veröffentlichten wir unseren [Issuer Guide – Niederländische Agencies](#), in welchem wir neben den etablierten Agencies BNG, NWB und FMO auch erstmals einen detaillierten Blick auf TenneT NL geworfen haben.

#### **WIBank erzielt Rekordergebnis in der Kommunalfinanzierung**

Die Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen (WIBank; Ticker: WIBANK) hat Einblick in die Geschäftszahlen 2025 gewährt und dabei einen erneuten Anstieg des Neugeschäfts verzeichnet. Wie aus der entsprechenden Pressemitteilung hervorging, belief sich das Neugeschäftsvolumen zum Bilanzstichtag auf EUR 4,1 Mrd. und stieg damit um rund +5% gegenüber dem Vorjahr (2024: EUR 3,9 Mrd.). Der wesentliche Anteil entfiel abermals auf die Finanzierung von diversen Investitionsvorhaben auf kommunaler Ebene, die nach eigenen Angaben traditionell das umsatzstärkste Fördersegment der WIBank darstellen. Die allgemeine Kommunalfinanzierung, die nicht mit öffentlichen Mitteln subventioniert wird, verzeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr ein Rekordergebnis i.H.v. EUR 818,9 Mio., was einer Steigerung um +45% im Vergleich zum Jahresultimo 2024 gleichkam. Kommunale Investitionen im Rahmen des Hessischen Investitionsfonds wurden indes mit insgesamt EUR 351,8 Mio. gefördert (2024: EUR 361,9 Mio.). Hinsichtlich der Ertragsentwicklung konnte die WIBank ihr Provisionsergebnis um EUR +6,7 Mio. auf EUR 174,9 Mio. steigern, während das Zinsergebnis um EUR -15,1 Mio. auf nunmehr EUR 79,6 Mio. zurückging. Der Jahresüberschuss betrug zum Stichtag Ende 2025 EUR 26,7 Mio. (2024: EUR 26,5 Mio.). Die Bilanzsumme wuchs ebenfalls um EUR +1,6 Mrd. auf EUR 31,6 Mrd., was auf den gestiegenen Finanzierungsbedarf im Rahmen des Fördergeschäfts zurückzuführen war.

**Niedersachsen: Auswirkungen der Mai-Steuerschätzung bleiben beherrschbar**

Die vom „Arbeitskreis Steuerschätzungen“ für die nächsten Jahre prognostizierten und im Vergleich zur Oktober-Schätzung nach unten korrigierten Steuereinnahmen (vgl. [Wochenpublikation vom 13. Mai](#)) für Bund, Länder und Gemeinden machen auch vor den niedersächsischen Finanzen nicht Halt. Daher muss auch unser Trägerland Niedersachsen (Ticker: NIESA) vor dem Hintergrund der schwachen konjunkturellen Entwicklung als Folge des Kriegs im Nahen und Mittleren Osten in diesem Jahr mit geringeren Steuereinnahmen rechnen. Die Steuereinnahmen des Landeshaushalts belaufen sich aller Voraussicht nach auf rund EUR 37,2 Mrd. im laufenden Jahr und würden in den darauffolgenden Jahren auf bis zu EUR 39,9 Mrd. im Jahr 2029 und EUR 41,1 Mrd. im Jahr 2030 steigen. Im Vergleich zur Oktober-Schätzung fallen die für 2026 prognostizierten Steuereinnahmen unter Berücksichtigung des Kommunalen Finanzausgleichs damit rund EUR -262 Mio. niedriger aus. Da sich dieses Minus jedoch voraussichtlich innerhalb des vorhandenen Ansatzes ausgleichen lässt, sei nach aktuellem Stand kein Nachtragshaushalt vonnöten. Zudem müsse auch die tatsächliche Kassenentwicklung noch abgewartet werden. Mit Blick auf die Folgejahre dürften sich den Prognosen zufolge ab 2027 zunächst geringfügige Minder- und am Ende des bis 2030 laufenden Planungszeitraums niedrige Mehreinnahmen ergeben, die sich in der Gesamtbetrachtung jedoch nicht vollständig ausgleichen. Konkret wurden die Erwartungen für die nachfolgenden Jahre wie folgt nach unten angepasst: Für das Jahr 2027 um EUR -86 Mio., für 2028 um EUR -48 Mio. und für 2029 um EUR -7 Mio. Im Jahr 2030 wird laut Schätzung hingegen ein Plus von EUR 108 Mio. erwartet. Darüber hinaus hat das Niedersächsische Finanzministerium vor wenigen Tagen seinen Jahresabschluss für das Jahr 2025 vorgelegt und konnte dieses dank einer Nettokreditaufnahme von EUR 1,2 Mrd. ausgeglichen abschließen, während der Finanzierungssaldo bei EUR -1,4 Mrd. lag.

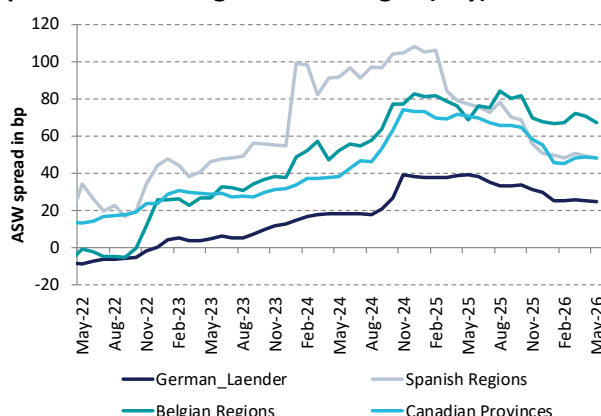
**Kommuninvest legt Quartalsbericht zum kommunalen Schuldenmanagement vor**

Der schwedische Kommunalfinanzierer Kommuninvest (Ticker: KOMINS) hat seinen vierteljährigen Bericht zum Schuldenmanagement der Kommunen in Schweden für das I. Quartal vorgestellt. Der Bericht basiert auf Krediten und Transaktionen der Kommuninvest, die von Gemeinden und Regionen sowie deren Unternehmen im hauseigenen Schuldenmanagement-Tool „KI Finans“ registriert wurden. Der Datensatz für Q1/2026 besteht aus 9.825 Darlehen, Zertifikaten und Anleihen mit einem Gesamtwert von SEK 746 Mrd. (entspricht circa EUR 69,0 Mrd.) sowie 1.700 Derivaten mit einem Wert von SEK 219 Mrd. Aus dem Bericht geht hervor, dass die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Kredite schwedischer Kommunen im Vergleich zum Vorquartal von 2,5 Jahren auf rund 2,6 Jahre gestiegen ist. 25% des Kreditportfolios werden darüber hinaus innerhalb der nächsten zwölf Monate fällig. Diese relativ kurze Laufzeit hat zur Folge, dass fremdfinanzierte Investitionen üblicherweise mehrmals refinanziert werden müssen. Nachdem sich die Finanzierungskosten für den kommunalen Sektor im letzten Jahr weitestgehend stabilisiert hatten, haben sich die Finanzierungsbedingungen im I. Quartal 2026 wieder verteuert: So stieg der durchschnittliche Zinssatz inkl. Derivate gegenüber dem Vorquartal um sechs Basispunkte auf 2,48%. Mit Blick auf die Transaktionen in Q1/2026 konnten 926 neue Darlehen, Anleihen und Commercial Paper mit einem Gesamtvolumen i.H.v. SEK 72 Mrd. sowie 81 Derivate im Umfang von SEK 11 Mrd. registriert werden. Die durchschnittliche Laufzeit für diese Geschäfte lag bei 3,2 Jahren, während der durchschnittliche Zinssatz für neue Transaktionen 2,55% betrug. „Volatile Finanzmärkte haben die Zinssätze des Sektors im Quartal beeinflusst. Aufgrund der kurzen durchschnittlichen Kapital- und Zinslaufzeit werden Veränderungen im Zinsumfeld relativ schnell übertragen“, so Viktor Johansson – Analyst der Kommuninvest.

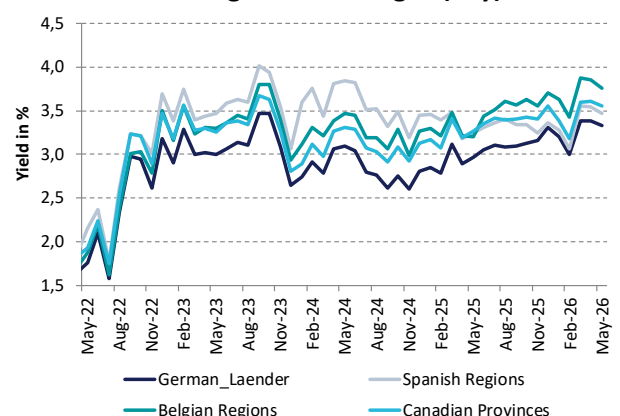
### Aktuelle Spreadentwicklungen im Sub-Sovereign-Segment

Gestiegene Inflationserwartungen und fiskalpolitische Herausforderungen wirkten sich in unserer SSA-Abgrenzung vor allem auf die Renditeentwicklung im Sub-Sovereign-Segment aus. Demgegenüber haben sich die Spreads (auf Basis von Monatsdaten) seit Jahresbeginn für die wichtigsten von uns betrachteten Gebietskörperschaften – deutsche Länder, belgische Regionen, kanadische Provinzen sowie spanische autonome Gemeinschaften – überwiegend seitwärts bewegt. So notieren Benchmarkanleihen der deutschen Länder im zehnjährigen Laufzeitsegment am aktuellen Rand bei einem ASW-Spread von +25bp und damit ungefähr auf dem Medianlevel der vergangenen 36 Monate. Im Jahr 2026 emittierten die Sub-Sovereigns bisher aggregiert EUR 27,2 Mrd. über EUR-Benchmarkanleihen, was einem geringeren Volumen entspricht als in den beiden Vorjahren (2025: EUR 33,1 Mrd.; 2024: EUR 29,3 Mrd.). Gleiches gilt für belgische Regionen, die mit einem ASW-Spread von circa +67bp in das Jahr starteten und nach zwischenzeitlichem Spreadwidening mittlerweile wieder auf identischem Level handeln. Die herausfordernden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Kombination mit einem antizipierten weiteren Schuldenanstieg und einem anhaltenden Haushaltsdefizit veranlassten jüngst die Ratingagentur Moody's dazu, ihre Bonitätsbeurteilung der belgischen Sub-Sovereigns nach unten zu korrigieren (vgl. [Wochenpublikation vom 29. April](#)). Signifikante Auswirkungen auf die Risikoprämien hatte diese Entscheidung u.E. nicht, denn dieser Schritt dürfte von den Marktteilnehmern bereits größtenteils eingepreist gewesen sein. Die Belgier brachten in diesem Jahr bisher ein Neuemissionsvolumen i.H.v. EUR 4,75 Mrd. auf die Waage, was einer Steigerung um circa +19% Y/Y entspricht. Auch die kanadischen Provinzen stehen vor einem anwachsenden Schuldenberg. Die beschlossenen Haushalte für das neue Fiskaljahr, welches am 01. April begann, sehen vielerorts eine weiterhin hohe Aufnahme von Verbindlichkeiten und anhaltende Haushaltsdefizite vor. Folglich ging es für die Spreads seit Januar nach oben. Zuletzt notierten 10y-Bonds der Kanadier bei einem ASW-Spread von +48bp (Januar: +45bp), was ungefähr dem Median der letzten drei Jahre entsprach. Am EUR-Primärmarkt waren in diesem Jahr bereits fünf Provinzen aktiv und sammelten dabei insgesamt EUR 9,25 Mrd. an Kapital ein (05/2025: EUR 6 Mrd.; 05/2024: EUR 9 Mrd.). Einen positiven Ausreißer in unserer Betrachtung stellen spanische Regionen dar: Einerseits zeigten sich die Risikoaufschläge über die letzten Monate hinweg nahezu konstant, andererseits sind die Spreads seit Ende 2024 deutlich zurückgegangen (12/2024: +108bp; 05/2026: +48bp). Insbesondere im historischen Vergleich zu belgischen Regionen ist diese Entwicklung bemerkenswert und unterstreicht das Narrativ, dass der europäische Süden hinsichtlich Haushaltskonsolidierung und Schuldenabbau größere Erfolge erzielt als der Norden.

#### Spreadentwicklung Sub-Sovereigns (10y)



#### Renditeentwicklung Sub-Sovereigns (10y)



### Primärmarkt

Rund um die Feiertage ging es in der von uns betrachteten Handelswoche am SSA-Primärmarkt in diversen Jurisdiktionen ebenfalls gemächlich zu. So können wir in der heutigen Ausgabe lediglich von drei Deals im EUR-Benchmarksegment mit einem aggregierten Neuemissionsvolumen i.H.v. EUR 4,5 Mrd. berichten. Beginnen wir gewohnt chronologisch: Auf das Mandat der NRW.BANK (Ticker: NRWBK) für ihren ersten [European Green Bond](#) (EuGB, 7y) hatten wir bereits in der letzten Ausgabe hingewiesen und die Bücher wurden sodann kurz nach Redaktionsschluss bei einer Guidance von ms +21bp area geöffnet. Die Nachfrage seitens der Investoren manifestierte sich am Ende der Vermarktungsphase in einem Orderbuch im Umfang von EUR 3,3 Mrd. Geprintet wurden schließlich frische EUR 1,5 Mrd. zu einem Reoffer-Spread von ms +19bp, womit die Bid-to-cover-Ratio bei 2,2x lag. Die zugrundeliegenden Assets des EuGB sind nach Angaben des Emittenten vollständig konform mit der EU-Taxonomie und sollen zum Klimaschutz sowie zur Wiederherstellung von Biodiversität und Ökosystemen beitragen. Nach dem Social Bond im April war dies die zweite EUR-ESG-Transaktion der NRW.BANK in diesem Jahr. Das avisierte Fundingziel der Agency für 2026 beträgt EUR 15-17 Mrd. (im Mittel: EUR 16 Mrd.), wovon nach unseren Schätzungen bisher umgerechnet rund EUR 10 Mrd. in unterschiedlichsten Währungen eingesammelt wurden. Blicken wir zurück auf das Primärmarktgeschehen: Die Nordic Investment Bank (Ticker: NIB) war ebenfalls im ESG-Segment aktiv und wählte für ihre erste EUR-Benchmark in 2026 einen hauseigenen grünen [Environmental Bond](#) mit einer Laufzeit von sieben Jahren und einem Neuemissionsvolumen i.H.v. EUR 1 Mrd. Im Rahmen des Bookbuildings füllte sich das Orderbuch auf final EUR 2,2 Mrd., sodass gegenüber der Guidance eine Einengung des Reoffer-Spreads um zwei Basispunkte möglich war. Gepreist wurde somit schließlich zu ms +13bp. Nach der Pfingstpause ging zudem am gestrigen Dienstag der European Stability Mechanism (Ticker: ESM) mit einer fünfjährigen EUR-Benchmark auf die Investoren zu. Gesucht waren frische EUR 2 Mrd., die final zu ms +6bp an den Markt kamen. Das Orderbuch belief sich final auf EUR 21,5 Mrd., womit der Deal mehr als zehnfach überzeichnet war (Guidance: ms +8bp area). Mit der Transaktion hat der ESM nunmehr bereits EUR 4,5 Mrd. seines angepeilten Refinanzierungsziels von insgesamt EUR 7 Mrd. in diesem Jahr erreicht. Mit Blick in die Zukunft führt die französische Förderbank Bpifrance (Ticker: BPIFRA) bis einschließlich Freitag, dem 29. Mai, Investorengespräche für einen anstehenden Deal im Format einer European Secured Note (ESN). Es handelt sich hierbei um ein Covered Bond-ähnliches Wertpapier, welches primär mit Forderungen aus Krediten an kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) besichert ist. Nach eigenen Angaben strebt die Bpifrance mit ihrer Debüttransaktion ein Neuemissionsvolumen i.H.v. EUR 500 Mio. an und plant in 2026 insgesamt zwei Deals in diesem Format. Der Bond dürfte von Moody's mit „Aaa“ bewertet werden. Für weitere Informationen zu European Secured Notes verweisen wir an dieser Stelle auf das [Covered Bond-Markt-umfeld](#) in dieser Ausgabe. Aufgrund der weiteren erfolgten Neumandatierungen rechnen wir in Kürze mit folgenden Transaktionen: Die Föderation Bosnien und Herzegowina (Ticker: FEDBH) plant die Emission einer EUR-Benchmarkanleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren und führt dazu seit gestern Investorengespräche. Darüber hinaus beabsichtigt die niederländische BNG Bank (Ticker: BNG) die Platzierung einer siebenjährigen EUR-Benchmark. Zudem hat die französische Agency Unédic (Ticker: UNEDIC) für einen [Social Bond](#) mit 15 Jahren Laufzeit mandatiert.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
ESM	SNAT	26.05.	EU000A1Z99Z8	5.0y	2.00bn	ms +6bp	AAA / Aaa / AAA	-
NIB	SNAT	21.05.	XS3391770743	7.0y	1.00bn	ms +13bp	- / Aaa / AAA	X
NRWBK	DE	20.05.	DE000NWB0B16	7.0y	1.50bn	ms +19bp	AAA / Aa1 / AA	X

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

## Covered Bonds

# Covered Bond-Jurisdiktion Kanada im Fokus

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

### **Kanada zählt global zu den wichtigsten Covered Bond-Märkten**

Die Konsultation zu einer veränderten LCR-Behandlung von Covered Bonds in Kanada nehmen wir in der aktuellen Ausgabe unserer Wochenpublikation zum Anlass, den Fokus einmal mehr auf den kanadischen Covered Bond-Markt zu legen. In ihrem Konsultationsentwurf schlägt das Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) vor, dass Covered Bonds unter bestimmten Bedingungen in das neu geschaffene LCR-Level 1B aufgenommen werden können. Damit würde der Haircut von aktuell 15% auf 7% reduziert werden, was einer klaren Besserstellung von Covered Bonds gleichkommt und an die europäischen LCR-Anforderungen für Covered Bonds erinnert. Einen detaillierteren Überblick über die genauen Bedingungen, welche Covered Bonds erfüllen müssen, um perspektivisch als Level 1B-Assets in Kanada anerkannt zu werden, sowie über mögliche Auswirkungen auf die Attraktivität von Covered Bonds können Sie unserem [Marktumfeld](#) entnehmen. Der kanadische Covered Bond-Markt zählt weltweit zu den etabliertesten und rangiert auf Basis von Daten des European Covered Bond Council (ECBC) im Hinblick auf das ausstehende Volumen Ende 2024 (EUR 205,2 Mrd.) auf Rang sieben. Neben einem generellen Marktüberblick und den Emissionsaktivitäten in diesem und in den vergangenen Jahren wollen wir u.a. die Präferenzen kanadischer Emittenten für unterschiedliche Währungen bei ihren Covered Bond-Emissionen näher beleuchten.

### **EUR-Benchmarksegment Kanada: Acht Institute am Markt aktiv**

Am aktuellen Rand verfügen acht kanadische Banken über mindestens einen ausstehenden Covered Bond im EUR-Benchmarksegment. Damit sind laut Angaben des [Canadian Covered Bonds Registry](#), in dem alle aktiven Covered Bond-Emittenten aus Kanada aufgeführt sind, bis auf die [Laurentian Bank](#) alle Institute in diesem Teilmarkt aktiv. Insgesamt summiert sich das ausstehende EUR-Benchmarkvolumen aller kanadischer Emittenten auf rund EUR 77 Mrd. Dabei entfällt das Gros der Emissionsaktivitäten auf die Toronto-Dominion Bank (TD; EUR 19,0 Mrd.) und die Royal Bank of Canada (RBC; EUR 17,8 Mrd.), die zusammen fast 50% des gesamten ausstehenden Volumens auf sich vereinen. Demgegenüber ist die Equitable Bank mit lediglich zwei ausstehenden EUR-Benchmarks in Höhe von EUR 1,0 Mrd. der kleinste kanadische Emittent in diesem Marktsegment. Im Kontext der Emissionsaktivitäten kanadischer Banken spielt die sogenannte OSFI-Ratio eine bedeutende Rolle, welche die möglichen Covered Bond-Emissionen eines Instituts limitiert. Das OSFI-Ratio darf für keinen der betrachteten Emittenten einen Wert von 5,5% überschreiten und berechnet sich als Quotient aus der Summe der Deckungswerte und der Bilanzsumme des Emittenten. Die acht EUR-Benchmarkemittenten weisen am aktuellen Rand OSFI-Ratios zwischen 1,7% und 4,1% aus. Entsprechend besteht bei allen Instituten noch Spielraum, die Refinanzierung mittels Covered Bonds weiter auszubauen. Die auf Basis des CMHC Guide (Canada Mortgage and Housing Corporation) berechnete Übersicherungsquote dient als Grundlage für die Bestimmung des OSFI-Limits. Im Hinblick auf die rechnerische Übersicherungsquote lassen sich aktuell ebenfalls keine limitierenden Faktoren erkennen, welche die Emissionstätigkeiten der kanadischen Banken begrenzen könnten. Die minimale Übersicherungsquote in Kanada liegt bei 3,0%.

**Kanadische EUR-Benchmarkemittenten im Überblick<sup>1</sup>**

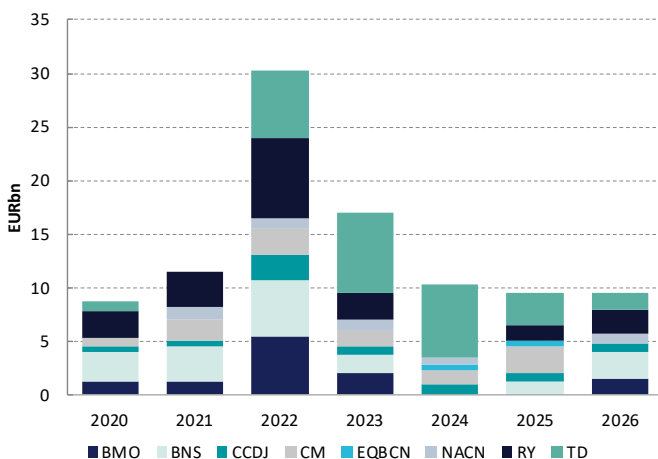
Issuer (Link)	Cover pool volume (in CADbn)	Total outstanding (in CADbn)	OC nominal	OC <sup>2</sup> CMHC Guide	OSFI- Ratio <sup>3</sup>	Rating (Fitch / Moody's / S&P)	EUR BMK 2026ytd	EUR BMK 2025	EUR BMK 2024
							EURbn / Number of deals		
<a href="#">BMO</a>	36.722	22.967	59.9%	7.0%	1.7%	AAA / Aaa / -	1.50 / 1	0.00 / 0	0.00 / 0
<a href="#">BNS</a>	85.072	54.549	56.0%	5.4%	3.9%	AAA / Aaa / -	2.50 / 2	1.25 / 1	0.00 / 0
<a href="#">CCDJ</a>	22.384	17.347	29.0%	5.3%	3.5%	AAA / Aaa / -	0.75 / 1	0.75 / 1	1.00 / 1
<a href="#">CIBC</a>	62.837	40.655	54.7%	7.4%	3.8%	AAA / Aaa / -	0.00 / 0	2.50 / 2	1.25 / 1
<a href="#">EQBCN</a>	2.479	1.961	26.4%	9.7%	4.1%	AA+ / Aa1 / -	0.00 / 0	0.50 / 1	0.50 / 1
<a href="#">NACN</a>	26.175	10.640	146.0%	9.1%	1.9%	AAA / Aaa / -	1.00 / 1	0.00 / 0	0.75 / 1
<a href="#">RY<sup>4</sup></a>	114.570	64.360	78.0%	7.6%	3.0%	AAA / Aaa / -	2.25 / 2	1.50 / 1	0.00 / 0
<a href="#">TD</a>	115.186	68.049	69.3%	5.3%	3.4%	AAA / Aaa / -	1.50 / 1	3.00 / 2	6.75 / 4
<b>Σ</b>							<b>9.50 / 8</b>	<b>9.50 / 8</b>	<b>10.25 / 8</b>

<sup>1</sup> Stichtag 30. April 2026; <sup>2</sup> OC als Grundlage für das OSFI-Limit; <sup>3</sup> OSFI-Limit = 5,50%; <sup>4</sup> Stichtag: 31. März 2026  
Quelle: Emittenten, Ratingagenturen, NORD/ Floor Research;

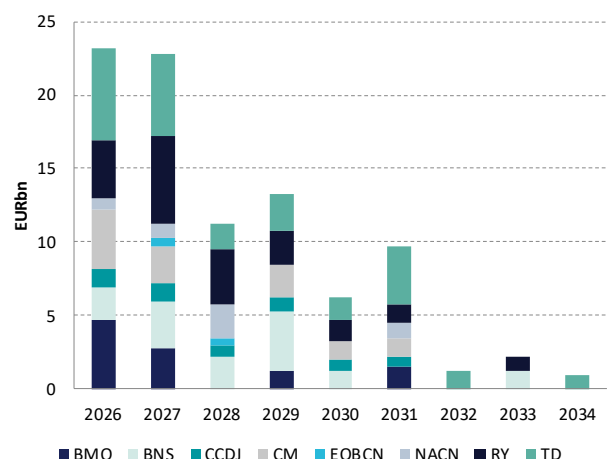
**Primärmarkt Kanada: Hohe Fälligkeiten treiben Emissionsaktivitäten**

Im Jahr 2026 zeigten sich bisher sechs der acht Emittenten mit mindestens einer EUR-Benchmark am Markt aktiv und konnten frische Bonds im Volumen von EUR 9,5 Mrd. platzieren. Damit notiert das Neuemissionsvolumen nach knapp fünf Monaten auf demselben Niveau wie im Gesamtjahr 2025 (EUR 9,5 Mrd.) und nur leicht unter dem Niveau von 2024 (EUR 10,3 Mrd.). Getrieben wird das im Vergleich zu den beiden vorangegangenen Jahren hohe Emissionsvolumen durch Fälligkeiten in Höhe von mehr als EUR 23 Mrd. Entsprechend rechnen wir im weiteren Jahresverlauf weiterhin mit einer hohen Emissionsaktivität aus Kanada. Bis auf die Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC) und die Equitable Bank (Ticker: EQBCN) waren alle kanadischen Emittenten bereits mit mindestens einer EUR-Benchmark-transaktion am Markt aktiv. Sowohl die Royal Bank of Canada (RBC) als auch die Bank of Nova Scotia (BNS) gingen jeweils mit Dual-Tranchen in den Laufzeiten von drei und sieben Jahren auf die Investoren zu. Typischerweise beschränken die Emittenten aus Kanada ihre Deals im Hinblick auf das Emissionsvolumen nicht auf die Mindestanforderung für eine EUR-Benchmark (EUR 500 Mio.), sondern tendieren eher zu höheren Volumina. So wiesen sieben der acht im Jahr 2026 platzierten Deals ein Emissionsvolumen von mindestens EUR 1,0 Mrd. auf; lediglich die Fédération des Caisses Desjardins du Québec (CCDJ) entschied sich für ein geringeres Emissionsvolumen (EUR 750 Mio.).

**EUR-Benchmarks CA (EUR Mrd.)**



**EUR-Benchmarks CA (Fälligkeiten, EUR Mrd.)**

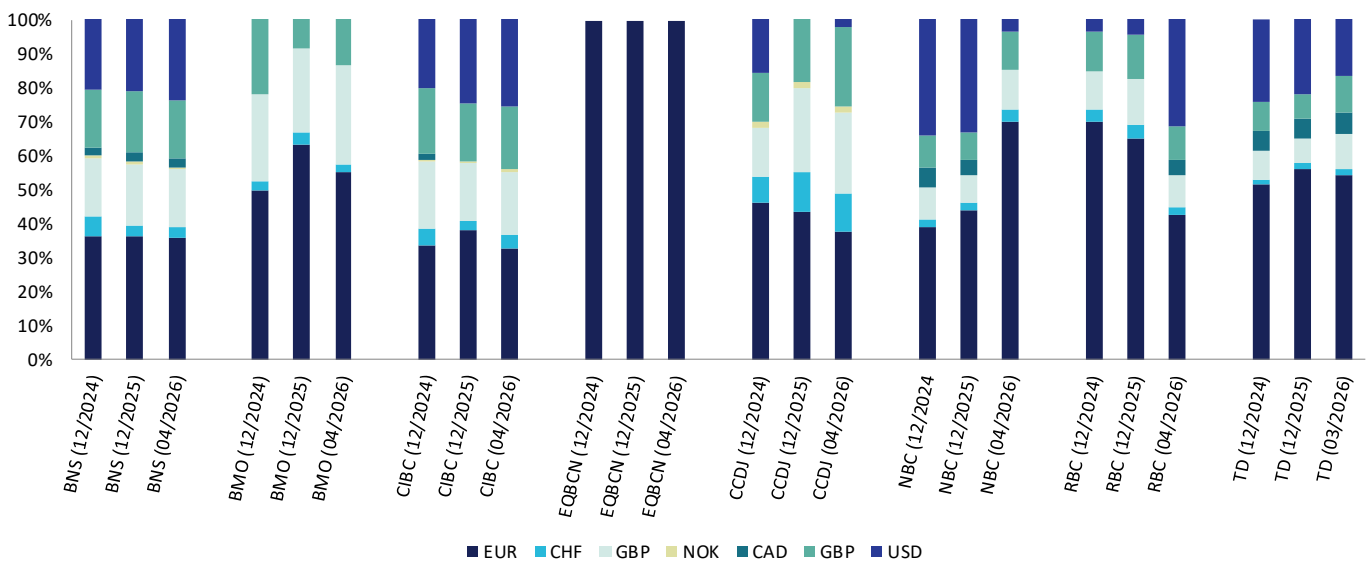


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**EUR-Benchmarkemittenten Kanada: Variabel im Hinblick auf die Währung**

Ein heterogenes Bild zeigen auch die Verteilungen der je Emittent insgesamt ausstehenden Covered Bonds nach Währungen. Basis für die nachfolgende Darstellung sind die HTT-Veröffentlichungen der kanadischen Institute. Die Währungsverteilung ist insbesondere deshalb für die Lagebeurteilung am kanadischen Covered Bond-Markt von Bedeutung, da die Institute in dieser Jurisdiktion durchaus breit aufgestellt sind, was die Wahl der Emissionswährungen anbelangt. Dies verdeutlichen die in diesem Jahr bereits erfolgreich platzierten USD- und GBP-Benchmarktransaktionen kanadischer Emittenten. Die vergleichbar hohe Aktivität kanadischer Emittenten in diesem Teilmarkt dürfte unserer Ansicht nach nicht zuletzt auf die hohen Fälligkeiten im EUR-Benchmarksegment zurückzuführen sein. So scheint ein Teil der Emittenten seine EUR-Fälligkeiten nicht ausschließlich durch in gleicher Währung denominierte Benchmarkemissionen zu ersetzen, sondern in diesem Jahr opportunistisch auch verstärkt Covered Bonds in anderen Währungen zur Deckung des Fundingbedürfnisses heranzuziehen. Am aktuellen Rand verfügen alle Emittenten bis auf die Equitable Bank (ausschließlich EUR-Transaktionen) über ausstehende Covered Bonds in mindestens vier Währungen.

**Covered Bond-Emittenten Kanada (EUR BMK): Verteilung ausstehendes Volumen nach Währungen**



Quelle: Emittenten, NORD/LB Floor Research

**Rating und regulatorische Einstufung kanadischer Covered Bonds**

Die Covered Bonds der kanadischen EUR-Benchmarkemittenten verfügen bis auf die Equitable Bank (AA+ / Aa1) durchweg über die Bestratings der Ratingagenturen (Fitch bzw. Moody's). Außerdem zeigt der Moody's Collateral Score für die relevanten Covered Bonds eine auch im internationalen Vergleich hohe Kreditqualität der Deckungswerte an. Die hypothekarischen Deckungsstöcke sind durchweg als granular zu bezeichnen, wobei sich die Primärdeckung, wie bereits erwähnt, ausschließlich aus wohnwirtschaftlichen Hypothekenfinanzierungen zusammensetzt. Die Deckungswerte sind darüber hinaus ausnahmslos in Kanada zu verorten. In Bezug auf die regulatorische Einstufung gilt für die Covered Bonds ein Risikogewicht gemäß CRR in Höhe von 20%. Zudem eignen sich die EUR-Benchmarks nach unserer Auffassung als Level 2A-Assets im Kontext des LCR-Managements. Aufgrund der G10-Zugehörigkeit Kanadas ist für die EUR-Benchmarks die Eignung als Sicherheit im Kontext des ECB Collateral Managements gegeben.

### Kernmerkmale der Covered Bond-Gesetzgebung

Die kanadische Covered Bond-Gesetzgebung zählt nach unserer Einschätzung auch im globalen Kontext zu den stärkeren nationalen Rechtsrahmen. Diese Sichtweise deckt sich nicht zuletzt mit der Betrachtung der Ratingagentur Moody's, welche neben dem eigentlichen Covered Bond-Gesetz auch den Marktstandard berücksichtigt, der aus der Emissionspraxis der Emittenten bzw. den entsprechenden Programmbeschreibungen hervorgeht. Die Insolvenzferne wird durch ein SPV-Modell sichergestellt. Als primäre Deckungswerte dürfen ausschließlich wohnwirtschaftliche Hypothekendarlehen verwendet werden, die geographisch in Kanada zu verorten sind. Ersatzdeckungswerte dürfen einen Anteil an den Cover Assets von 10% nicht überschreiten. Der maximale Beleihungsauslauf wird mit 80% vorgegeben. Darüber hinaus limitiert die OSFI-Ratio die möglichen Covered Bond-Emissionen über den Anteil der Bankassets, die in den Deckungsstock aufgenommen werden dürfen. Seit Juli 2024 müssen die Immobilienwerte mindestens vierteljährlich indexiert werden, um die Cover Assets im Pool bewerten zu können. Entsprechend weisen die kanadischen Emittenten in ihren Deckungsstockreportings stets auch einen LTV auf Basis von Marktwerten aus.

### Kanadische Covered Bond-Gesetzgebungen im Überblick

	Canada
Country	Canada
Designation	Canadian Registered Covered Bonds
Owner of assets	SPV
Public supervision / Regulator	<a href="#">Canada Mortgage and Housing Corporation</a>
Cover assets (if applicable incl. substitute cover)	Residential mortgage loans, Canadian government bonds, Cash (limited)
Substitute assets	Yes
Limit of substitute assets	10%
Derivatives as cover assets	Yes
Geographical scope - Mortgage loans	CA
Loan to value - Mortgage loans	Residential: 80%
LTV calculation	Market value
Minimum OC	3% nominal value
Cover pool register	Yes
Asset encumbrance	5.5% of the Total Balance Sheet
Deferral of maturity	Yes
Trigger Deferral of maturity	Insolvency, Inability to pay, breach of liquidity rules
CRD compliant	No
ECB eligible	Yes

Quelle: Nationale Gesetze, ECBC, NORD/LB Floor Research

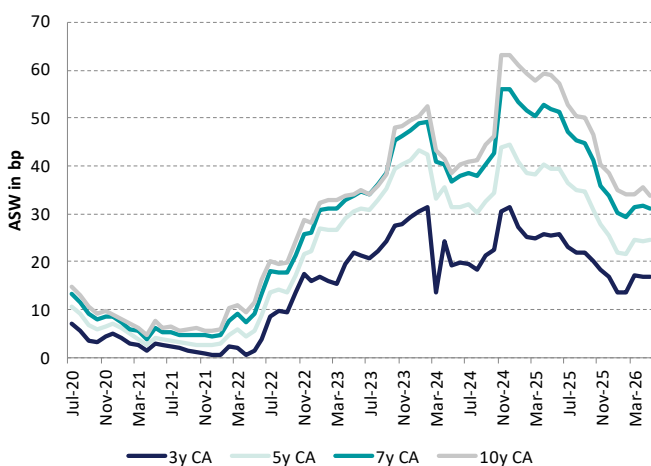
### Emissionsprognose 2026: Leicht schrumpfender Markt erwartet

Die Emissionsaktivitäten kanadischer Banken im bisherigen Jahresverlauf können als durchaus dynamisch angesehen werden. Nichtsdestoweniger rechnen wir vor dem Hintergrund der hohen Fälligkeiten im Jahr 2026 (EUR 23,2 Mrd.) mit einem leicht schrumpfenden EUR-Benchmarksegment in Kanada. Dies führen wir weniger auf den gesunkenen Refinanzierungsbedarf über Covered Bonds zurück, sondern vielmehr auf die hohe Variabilität der Emittenten in Bezug auf die Währung ihrer Covered Bond-Emissionen. Damit gehören die kanadischen Institute zweifelsohne zu den flexibelsten Emittenten, die den Markt in unterschiedlichsten Währungen teilweise sehr opportunistisch nutzen. Entsprechend hoch ist auch die Prognoseunsicherheit im Hinblick auf das von uns prognostizierte Emissionsvolumen. Darüber hinaus entwickelt sich der Immobilienmarkt in Kanada weniger dynamisch als noch zu Beginn der 2020er-Jahre, was auch in einem deutlich weniger stark wachsenden Refinanzierungsbedarf zum Ausdruck kommt. Insgesamt rechnen wir für 2026 mit EUR-Benchmarkemissionen in Höhe von EUR 17,0 Mrd., woraus sich ein negatives Nettoneuemissionsvolumen von EUR -6,2 Mrd. ableiten würde.

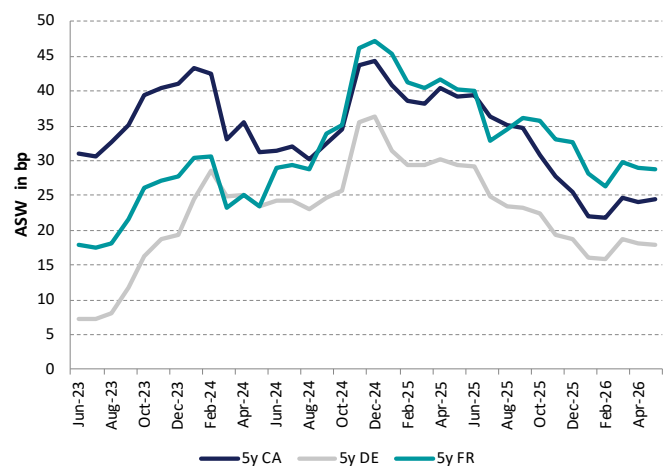
### Spreadentwicklung 2026: Kurzfristig keine signifikanten Anpassungen zu erwarten

Die Sekundärmarktspreads der kanadischen Covered Bond-Emittenten haben sich in den vergangenen Monaten weitestgehend parallel zum Gesamtmarkt entwickelt. So wurde der Trend eines immer tighteren Spreadniveaus in diesem Jahr durch die militärische Auseinandersetzung im Nahen und Mittleren Osten erstmals gebrochen. Das leicht höhere Spreadniveau im Vergleich zu den Tiefstständen aus dem Februar 2026 erweist sich am aktuellen Rand aber als durchaus attraktiv. Dies schließen wir nicht zuletzt aus der hohen Nachfrage nach neu platzierten Deals, die nach dem Pricing auch sekundär weiter performen konnten. Ein Beispiel bildet die am 20. Mai platzierte EUR-Benchmark der CCDJ (Bid-to-cover-Ratio: 2,8x), die bei einem Reoffer-Spread von ms +26bp gepreist werden konnte und am aktuellen Rand sekundär leicht tiefer (1-2bp) gehandelt wird. Entsprechend sehen wir den kanadischen Covered Bond-Markt im Hinblick auf das Investoreninteresse als durchaus attraktiv an. Kurzfristig rechnen wir mit keinen signifikanten Spreadbewegungen am Sekundärmarkt, sehen aber das Szenario eines dezenten Spreadtightenings als wahrscheinlicher an. Die am aktuellen Rand hohe Nachfrage nach Neuemissionen, u. a. getrieben durch die gestiegene absolute Rendite sowie die hohe Liquidität, bildet unserer Ansicht nach ein stützendes Element für die Sekundärmarktpreise, das auch ein leichtes Spreadtightening rechtfertigen könnte. Längerfristig rückt das im I. Halbjahr noch zu platzierende Neuemissionsvolumen wieder in den Vordergrund. Wir rechnen am aktuellen Rand mit Neuemissionen im Volumen von rund EUR 168 Mrd. Bei bereits emittierten Bonds im Volumen von EUR 94,0 Mrd. ergibt sich eine Differenz von mehr als EUR 74 Mrd., von der wir erwarten, dass sie im weiteren Jahresverlauf in Form von Neuemissionen geschlossen wird. Dieser Wert konnte in den vergangenen Jahren lediglich einmal übertroffen werden. Entsprechend würden wir erwarten, dass die Investoren gerade zum Ende des Jahres – wenn die Liquidität langsam abnimmt – eine höhere Kompensation von den Emittenten verlangen werden. Dies würde sich unserer Ansicht nach auch in einem leichten Anstieg des allgemeinen Spreadniveaus widerspiegeln, der sich entsprechend auch in den Spreads kanadischer Covered Bonds niederschlagen dürfte. Darüber hinaus ist auch der Relative Value von Covered Bonds insbesondere gegenüber Seniors und Anleihen aus dem SSA/Public Issuers-Universum ein wichtiger Parameter für die Spreads am Covered Bond-Markt. Hier rechnen wir am aktuellen Rand aber mit keinen signifikanten Verschiebungen.

#### ASW-Spreads: Kanada (generisch)



#### Spreadvergleich: CA, DE, FR (5y generisch)



**Fazit und Ausblick**

Der kanadische Covered Bond-Markt zeigt sich insbesondere im Vergleich zu den zwei vorangegangenen Jahren im Jahr 2026 durchaus aktiv. So konnten in den ersten knapp fünf Monaten Covered Bonds im Volumen von EUR 9,5 Mrd. platziert werden, was dem Gesamtjahr 2025 entspricht und nur leicht unter dem Niveau von 2024 liegt. Getrieben wird diese Dynamik vor allem durch die hohen Fälligkeiten in diesem Jahr. Neben dem EUR-Benchmarksegment nutzten kanadische Emittenten zuletzt verstärkt Emissionen in USD bzw. GBP, um ihren Refinanzierungsbedarf zu decken. Dies sehen wir als Reaktion auf die hohen EUR-Fälligkeiten, die opportunistisch auch in anderen Währungen refinanziert werden. Vor diesem Hintergrund rechnen wir trotz hoher Fälligkeiten im Jahresverlauf mit einem leicht schrumpfenden EUR-Benchmarksegment in Kanada. Am Sekundärmarkt entwickelten sich die Spreads kanadischer Covered Bonds in den vergangenen Monaten weitgehend im Einklang mit dem Gesamtmarkt. Der zuvor anhaltende Trend zu immer tighteren Spreads wurde durch die militärische Auseinandersetzung im Nahen und Mittleren Osten unterbrochen. Infolge des leicht angestiegenen Spreadniveaus in Kombination mit den höheren absoluten Renditen sehen wir den Covered Bond-Markt am aktuellen Rand als gut positioniert. Dies spiegelt sich auch in der hohen Nachfrage nach Neuemissionen und einer soliden Sekundärmarktperformance wider. Kurzfristig erwarten wir keine ausgeprägten Spreadbewegungen, sehen jedoch ein leichtes Spreadtightening als wahrscheinlich an. Im weiteren Jahresverlauf dürfte das noch zu platzierende Neuemissionsvolumen jedoch zunehmend in den Fokus rücken. Vor allem gegen Jahresende, bei nachlassender Liquidität, könnten Investoren höhere Risikoaufschläge verlangen. Insgesamt erwarten wir für 2026 Neuemissionen im kanadischen EUR-Benchmarksegment in Höhe von EUR 17,0 Mrd., was bei Fälligkeiten von EUR 23,2 Mrd. einem negativen Nettoneuemissionsvolumen von EUR -6,2 Mrd. entsprechen würde.

## SSA/Public Issuer

# Stabilitätsrat zur 35. Sitzung zusammengetreten

Autoren: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // Lukas-Finn Frese // Tobias Cordes, CIAA // mit Unterstützung von Luc Depping

### Einleitung

Am 11. Mai 2026 fand die 35. Sitzung des Stabilitätsrats unter dem Vorsitz des Bundesministers der Finanzen, Lars Klingbeil, und des Senators für Finanzen der Freien Hansestadt Bremen, Björn Fecker, statt. Im Rahmen der Sitzung wurde schwerpunktmäßig über die Einhaltung des Nettoausgabenpfads als neue zentrale Größe der europäischen Fiskalregeln diskutiert, insbesondere vor dem Hintergrund steigender Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung sowie der geschaffenen staatlichen Verschuldungsmöglichkeiten im Zuge der nationalen Ausweichklausel (NEC) für verteidigungsbezogene Ausgaben.

### Veränderte EU-Fiskalregeln seit April 2024 – Deutschland reicht FSP verspätet ein

Mit der [Reform](#) des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP) wurde das gemeinsame fiskalische Regelwerk im Jahr 2024 grundlegend geändert. Die [EU-Verordnung 2024/1263](#) beinhaltet nicht länger eine jährliche Vorgabe für das gesamtstaatliche strukturelle Defizit, sondern eine mehrjährige Obergrenze für die Entwicklung der Ausgaben – den sog. Nettoausgabenpfad. Diese Obergrenze wird im Rahmen eines mittelfristigen finanzpolitisch-strukturellen Plans (FSP) festgelegt, der mit der EU-Kommission abgestimmt sowie vom Rat bestätigt werden muss und im Wesentlichen darauf abzielt, die Einhaltung der unverändert bestehenden Maastricht-Kriterien für die jährliche Neuverschuldung und den Schuldenstand im Verlauf abzusichern. Nachdem sich die Bundesregierung mit der EU-Kommission aufgrund der vorgezogenen Bundestagswahl auf eine Verschiebung der Einreichung des ersten deutschen FSP verständigte, übermittelte Deutschland diesen Mitte Juli 2025 an die Kommission sowie den Rat „Wirtschaft und Finanzen“ (ECOFIN). In seiner 35. Sitzung hat der Stabilitätsrat erstmals rückblickend die Einhaltung des Nettoausgabenpfads für 2025 sowie – auf Basis der gesamtstaatlichen Fiskalprojektion – für das Jahr 2026 überprüft.

### Gesamtwirtschaftlicher Rahmen – herausfordernde Lage bleibt bestehen

Deutschland befindet sich unverändert in einer wirtschaftlich und finanzpolitisch herausfordernden Lage, die laut Stabilitätsrat nicht allein auf die schwache konjunkturelle Entwicklung zurückzuführen, sondern z.T. auch strukturell bedingt sei. Zusätzlich sorgen weitere Unsicherheiten, wie u.a. eine steigende Inflation infolge des Iran-Konflikts, für Herausforderungen. Gemäß der im April veröffentlichten [Frühjahrsprojektion](#) der Bundesregierung haben sich die wirtschaftlichen Perspektiven wieder verschlechtert: Demnach wurde die Wachstumserwartung für 2026 von zuvor +1,0% Y/Y auf nun +0,5% Y/Y gesenkt. Für 2027 wird zudem ein Zuwachs des realen BIP um +0,9% Y/Y erwartet. In der am 07. Mai veröffentlichten [Steuerschätzung](#) wurden zudem die Erwartungen für die Steuereinnahmen von Bund, Ländern und Gemeinden nach unten revidiert. So würden die Steuereinnahmen von Bund, Ländern und Kommunen im Jahr 2026 um EUR -17,8 Mrd. niedriger ausfallen als im Oktober 2025 angenommen. Auch in den kommenden Jahren würden sich die Mindereinnahmen auf durchschnittlich rund EUR 17,4 Mrd. jährlich belaufen. Mit Blick auf das gesamtstaatliche Defizit könnte im Jahr 2026 eine Überschreitung der Maastricht-Grenze von 3% des BIP möglich sein. Gleichzeitig wird ein Anstieg der Schuldenquote auf 66,5% des BIP erwartet, sodass Deutschland im Jahr 2026 ggf. gegen beide Maastricht-Kriterien verstoßen könnte.

**Feststellung des Stabilitätsrats: Defizit über Maastricht – fiskalische Risiken nehmen zu**

Die EU-Verordnung zum reformierten SWP verlangt neben der Einreichung des FSP auch einen jährlichen Bericht der Mitgliedsstaaten zum Fortschritt bei der Umsetzung des Nettoausgabenpfades. Ende April hat die Bundesregierung ihren [Fortschrittsbericht 2026](#) bei der Kommission eingereicht und darin eine fiskalpolitische Projektion für das laufende Jahr zum Stichtag 31. März vorgestellt. Demnach geht die Bundesregierung für 2026 von einem gesamtstaatlichen Defizit i.H.v. 4,25% des BIP und einer Maastricht-Schuldenquote von knapp 66,5% aus. Unter Berücksichtigung der NEC für verteidigungsbedingte Ausgaben reduziert sich das Defizit zwar auf rund 3,3% des BIP, würde damit jedoch über der Maastricht-Grenze der Neuverschuldung liegen. Der prognostizierte Anstieg des Defizits ist insbesondere auf einen Zuwachs der gesamtstaatlichen Ausgaben zurückzuführen, der die jährlichen Einnahmen übersteigt. Die Ausgaben konzentrieren sich weiterhin vor allem auf Verteidigung, Sicherheit sowie das Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität. Das maximal zulässige Ausgabenwachstum gemäß dem Nettoausgabenpfad für Deutschland variiert jährlich (2025: +4,4%; 2026: +4,5%). In seinem Rückblick auf das Jahr 2025 hat der Stabilitätsrat ein Nettoausgabenwachstum von +3,9% gegenüber dem Vorjahr festgestellt. Nach Abzug einzelner Verteidigungsausgaben gemäß NEC ergibt sich daraus eine Unterschreitung des maximal zulässigen Wertes um 0,6% des BIP. Für das laufende Jahr könnte das Ausgabenwachstum laut Fiskalprojektion bei +5,8% Y/Y liegen und damit den zulässigen Höchstwert deutlich übersteigen. Allerdings werden auch hier im Rahmen der NEC verteidigungsbezogene Ausgaben herausgerechnet. Des Weiteren erfolgt im Zeitverlauf eine Verrechnung von Über- bzw. Unterschreitungen der Nettoausgaben über ein Kontrollkonto. Vor diesem Hintergrund könnte sich bis Ende 2026 eine kumulierte Unterschreitung um 0,25% des BIP im Vergleich zur vorgesehenen Obergrenze von 4,5% ergeben. Mit Blick auf die genannten Kennzahlen wies der Stabilitätsrat auf eine mögliche Gefährdung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen hin, sofern sich der Schuldenanstieg weiter fortsetzt und die Maastricht-Kriterien dauerhaft überschritten werden.

**Forderung nach weiteren Reformen zur Verbesserung der fiskalischen Situation**

Der Stabilitätsrat befürwortet die Bestrebungen der Bundesregierung, das Potenzialwachstum zu steigern – nicht zuletzt mit dem Ziel, die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen langfristig zu sichern. In diesem Zusammenhang kommt insbesondere der effizienten Verwendung der Mittel aus dem Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität eine zentrale Bedeutung zu, da diese Investitionen aktuell den wichtigsten Wachstumsimpuls darstellen. Weitere Ausgaben in Verteidigung und Sicherheit sowie die damit einhergehende zusätzliche Schuldenaufnahme seien notwendig, um Deutschland in den kommenden Jahren krisenfest(er) aufzustellen. Gleichzeitig dürfe der Schuldenstand jedoch nicht aus dem Blick geraten, sodass nach Ansicht des Gremiums in naher Zukunft weitere Reformen notwendig seien, um die wirtschaftliche Entwicklung nachhaltig anzukurbeln. Der Nettoausgabenpfad wird 2025 und 2026 voraussichtlich durch die Ausnahme für verteidigungsbezogene Ausgaben eingehalten. Mittelfristig soll die NEC jedoch aufgehoben werden, um einen zu starken Anstieg des Gesamtschuldenstands zu verhindern. Die Ausgaben müssten somit in Zukunft über reguläre Haushaltseinnahmen finanziert werden. Allerdings deuten aktuelle Prognosen darauf hin, dass bei weiterhin hohem Ausgabedruck die öffentlichen Haushalte in den kommenden Jahren mit geringeren Steuereinnahmen rechnen müssen als bislang angenommen. Daher empfiehlt der Stabilitätsrat nachdrücklich, die Finanz- und Wirtschaftspolitik konsequent am Ziel der Steigerung der wirtschaftlichen Dynamik auszurichten und vor allem auf der Ausgabenseite weitere strukturelle Reformen voranzutreiben.

**Unabhängiger Beirat sieht Verbesserungsbedarf der nationalen Haushaltsüberwachung**

Der unabhängige Beirat hat die turnusmäßige Zusammenkunft des Stabilitätsrats erneut zum Anlass genommen, den Stand der nationalen Haushaltsüberwachung in Deutschland zu kommentieren und hat dabei erneut die Dringlichkeit grundlegender Reformen unterstrichen. Mit Blick auf den Nettoausgabenpfad wird die BMF-Prognose für das Jahr 2026 als plausibel eingeschätzt, wenngleich das Ausgabenniveau deutlich über den ursprünglichen Annahmen des FSP liegt und sich nicht allein durch höhere Verteidigungsausgaben begründen lässt. Nichtsdestoweniger sieht der Beirat die EU-Vorgaben für die Ausgaben unter Berücksichtigung der intertemporalen Verrechnung sowie der NEC als nicht verletzt an. Der Beirat empfiehlt, die Transparenz der Berichterstattung durch detailliertere und weniger stark gerundete Angaben zu Ergebnissen, Projektionen und zugrunde liegenden Berechnungen zu erhöhen. Dadurch soll insbesondere Dritten ein besserer Überblick sowie ein tieferes Verständnis ermöglicht werden. Darüber hinaus bewertet der Beirat die aktuell geltenden Vorgaben für die Ausgabenentwicklung als zu großzügig und schlägt in diesem Zuge vor, die EU-Regeln stringenter anzuwenden, um zukünftig eine solide Haushaltsaufstellung zu gewährleisten. Die geringe fiskalische Bindungswirkung zeigt sich aus Sicht des Beirats insbesondere darin, dass der Nettoausgabenpfad eingehalten wird, während die Maastricht-Grenze von 3% trotz Bereinigung der Verteidigungsausgaben überschritten werden könnte. In diesem Fall droht perspektivisch die Einleitung eines Defizitverfahrens gegen den Bund. Vor diesem Hintergrund hält es der Beirat für erforderlich, bei Bedarf rechtzeitig einzugreifen, um ein übermäßiges Defizit zu verhindern, und kritisiert, dass der Stabilitätsrat trotz erkennbarer Risiken einer Überschreitung der 3%-Marke unter Berücksichtigung der NEC bislang weder eine Warnung ausspricht noch konkrete Gegenmaßnahmen aufzeigt.

**Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen muss erhalten bleiben – Reformen notwendig**

Nach Einschätzung des Beirats ließe sich die Defizitgrenze bereits durch eine disziplinierte Haushaltsführung und die konsequente Finanzierung zusätzlicher Ausgaben einhalten, ohne auf umfassende Konsolidierungsmaßnahmen zurückgreifen zu müssen. Entscheidend sei dabei insbesondere, dass die bestehenden Ausgabenstrukturen, wie Subventionen und Förderprogramme, systematisch auf Einspar- und Effizienzpotenziale überprüft werden. Grundsätzlich bewertet der Beirat eine höhere Verschuldung im Zusammenhang mit zweckgebundenen Ausgaben als vertretbar, aber nur solange die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gewahrt bleibt. Gleichzeitig ist vorgesehen, die Verschuldung bestmöglich zu begrenzen bzw. nach Möglichkeit abzubauen, was einen wesentlichen Bestandteil der EU-Vorgaben darstellt. Trotz des schwierigen fiskalischen Umfelds gilt Deutschland im europäischen Vergleich weiterhin als relativ solide aufgestellt und sollte diese Position auch künftig einnehmen. Der Beirat bewertet die bestehenden nationalen Haushaltsregeln jedoch als unzureichend und sieht daher einen gewissen Anpassungsbedarf. Insbesondere seien diese ab 2030 nicht mehr mit den europäischen Fiskalvorgaben vereinbar und gewährleisten keine tragfähige Entwicklung der Schuldenquote. Vor diesem Hintergrund schlägt der Beirat vor, die NEC im Grundgesetz schrittweise zu beseitigen und die angekündigte Reform der Schuldenbremse konsequent an den Stabilitätszielen auszurichten.

**Neufassung des Eckpunktepapiers zur Überwachung des Nettoausgabenpfades**

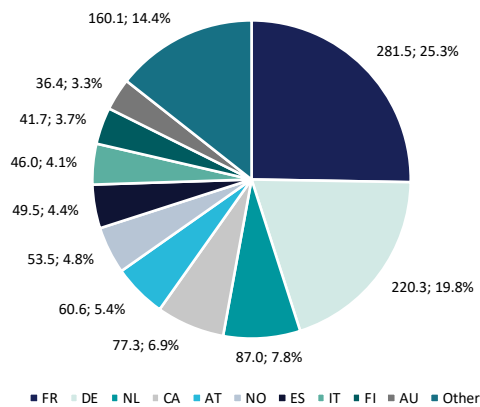
Ein weiteres Thema, mit dem sich der Stabilitätsrat in seiner 35. Sitzung beschäftigte, war die Neufassung des Eckpunktepapiers, das die Version von Dezember 2022 ersetzt. Hintergrund sind gesetzliche Änderungen im Stabilitätsratsgesetz (StabiRatG) sowie im Haushaltsgrundsätzegesetz vom 20. Oktober 2025, die im Zuge der Reform des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts vorgenommen wurden. Die neuen Eckpunkte konkretisieren insbesondere das Verfahren zur Projektion des Nettoausgabenpfades nach §7 StabiRatG. Zentral ist eine erweiterte Projektion des öffentlichen Gesamthaushalts, die neben den Nettoausgaben auch Finanzierungssalden sowie die strukturelle Haushaltslage und den Schuldenstand umfasst. Neben der Entwicklung des öffentlichen Gesamthaushalts werden auch die Entwicklungen der Teilsektoren (Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungen) ausgewiesen. Zudem enthält die Projektion jährliche Angaben zu folgenden Punkten: i) Informationen zu einem Szenario unter der Annahme einer unveränderten Politik und der damit verbundenen Entwicklung, ii) die Darstellung neuer Maßnahmen einschließlich ihrer mittelfristig erwarteten finanziellen Auswirkungen sowie iii) eine Einschätzung der Effekte dieser Maßnahmen auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Die Projektionen werden vom BMF erstellt, durch Angaben der Länder ergänzt und im Arbeitskreis Stabilitätsrat abgestimmt. Auf dieser Basis erfolgt der Beschlussvorschlag zur Überwachung der Einhaltung des Nettoausgabenpfades, die auch dem unabhängigen Beirat zur Bewertung vorgelegt wird.

**Fazit**

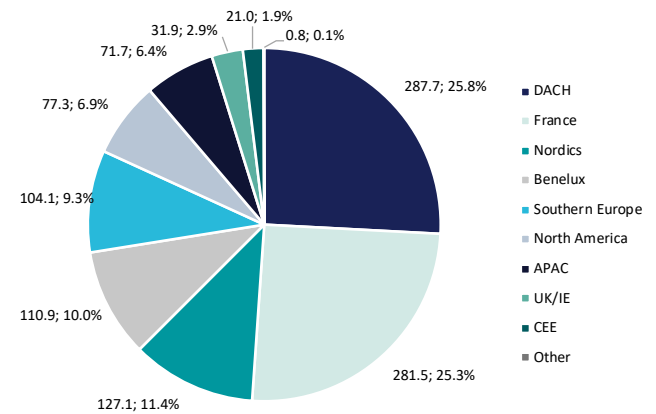
Im Zuge seiner 35. Sitzung stellte der Stabilitätsrat fest, dass der Nettoausgabenpfad rückblickend für das Jahr 2025 eingehalten wurde und unter Berücksichtigung der NEC sowie der Verrechnung mit dem Vorjahr bis Ende 2026 voraussichtlich um 0,25% des BIP unterschritten wird. Deutschland befinde sich dennoch unverändert in einer wirtschaftlich und finanzpolitisch herausfordernden Lage: Für das Jahr 2026 geht die Bundesregierung von einem gesamtstaatlichen Defizit i.H.v. 4,3% des BIP aus, welches unter Berücksichtigung der NEC bei etwa 3,3% liegt und damit über der Maastricht-Grenze zur Neuverschuldung von 3% des BIP notiert. Die Maastricht-Schuldenquote wird auf knapp 66,5% geschätzt. Nichtsdestoweniger unterstützt das Gremium die Bestrebungen der Bundesregierung zur Stärkung des Potenzialwachstums und bewertet einen höheren Schuldenstand infolge investiver Ausgaben für die Zukunftsfähigkeit Deutschlands als vertretbar. Zugleich sollte der Schuldenstand jedoch im Blick behalten, mittelfristig stabilisiert sowie langfristig abgebaut werden. Entscheidend sei dabei, mögliche Einsparungen und Effizienzpotentiale ausfindig zu machen, um insbesondere auf der Ausgabenseite Einsparungen vorzunehmen. Vor dem Hintergrund einer möglichen Überschreitung der Maastricht-Grenze von 3% sieht der unabhängige Beirat Handlungsbedarf und fordert den Stabilitätsrat auf, entsprechende Gegenmaßnahmen zu ergreifen bzw. eine Warnung auszusprechen. Dafür werden weitere Reformen als notwendig erachtet, um es mittelfristig möglich zu machen, die NEC schrittweise abzubauen und einen übermäßigen Schuldenanstieg zu vermeiden. Kritisch bewertet der Beirat zudem die bestehenden nationalen Haushaltsregeln, die aus seiner Sicht nicht ausreichend wirksam sind und insbesondere ab 2030 nicht mehr mit den europäischen Fiskalvorgaben vereinbar sind. Eine Reform der Schuldenbremse wird dabei als ein sinnvoller Ansatz betrachtet. Insgesamt verdichten sich damit die Hinweise, dass ohne strukturelle Anpassungen auf der Ausgabenseite und zusätzlichen Reformen die Einhaltung der fiskalischen Vorgaben mittelfristig zunehmend herausfordernd wird.

## Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



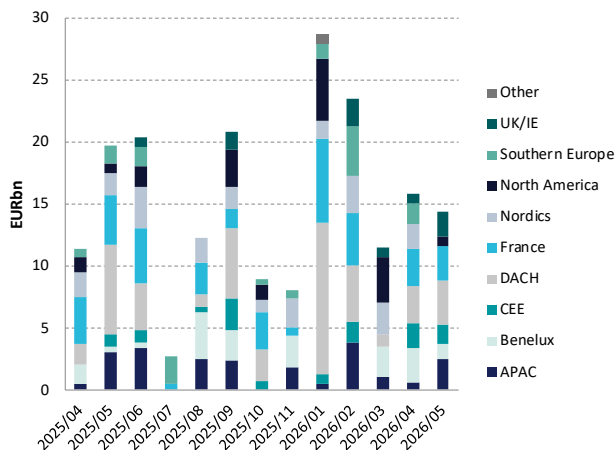
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



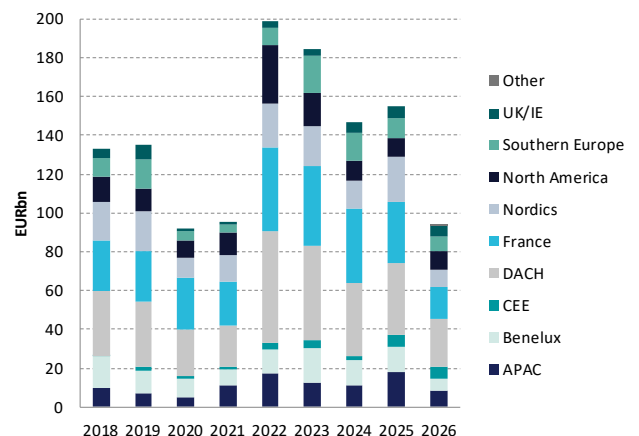
### Top 10-Jurisdiktionen

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	281.5	275	40	0.97	9.0	4.2	1.84
2	DE	220.3	306	50	0.67	7.8	3.6	1.85
3	NL	87.0	86	5	0.95	10.1	5.1	1.71
4	CA	77.3	61	1	1.25	5.6	2.3	1.89
5	AT	60.6	100	5	0.60	8.2	3.5	1.71
6	NO	53.5	63	13	0.85	7.0	3.2	1.63
7	ES	49.5	45	4	0.99	9.7	3.3	2.30
8	IT	46.0	60	6	0.73	7.9	3.6	2.25
9	FI	41.7	51	5	0.81	6.5	2.8	2.06
10	AU	36.4	37	0	0.98	7.2	3.5	2.14

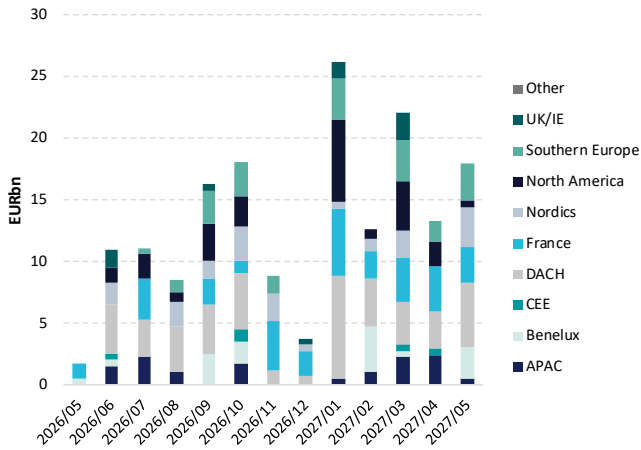
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



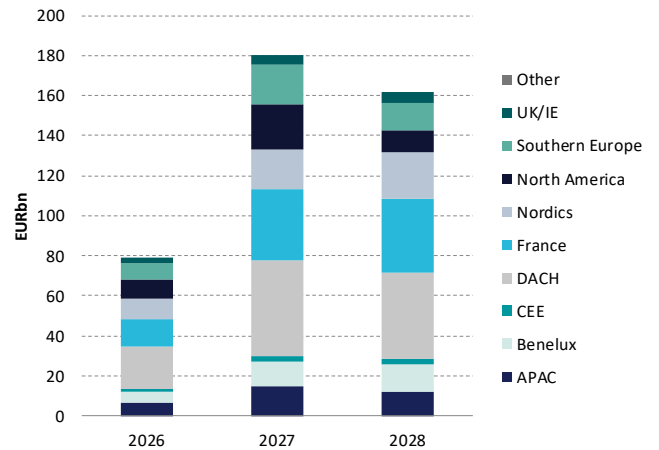
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



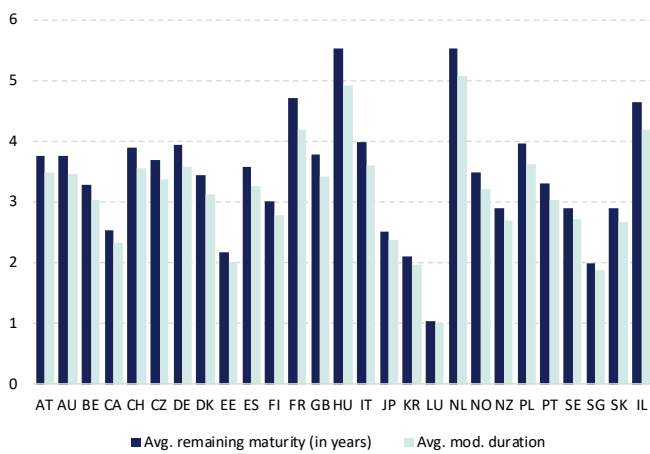
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat**



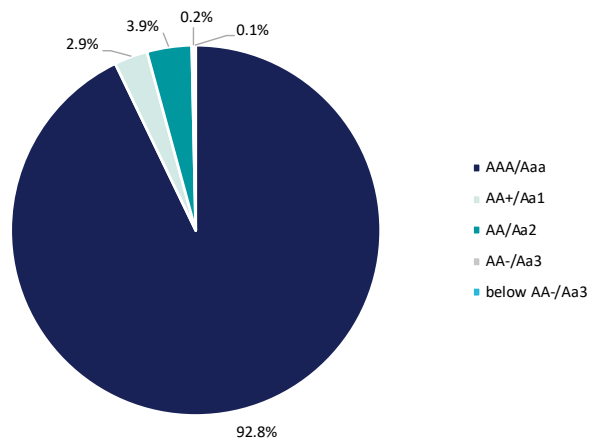
**EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr**



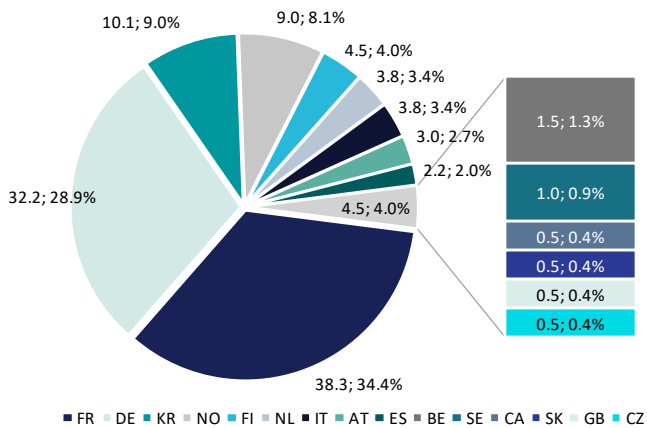
**Modified Duration und Restlaufzeit nach Land**



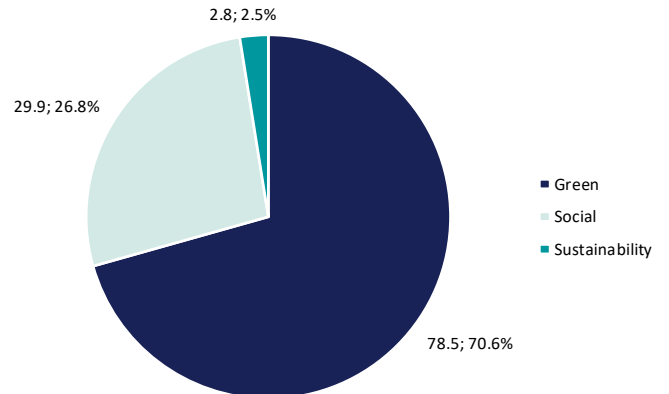
**Ratingverteilung (volumengewichtet)**



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

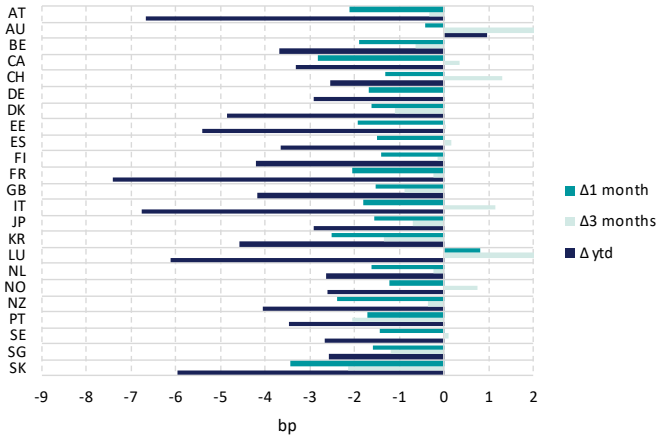


**EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)**

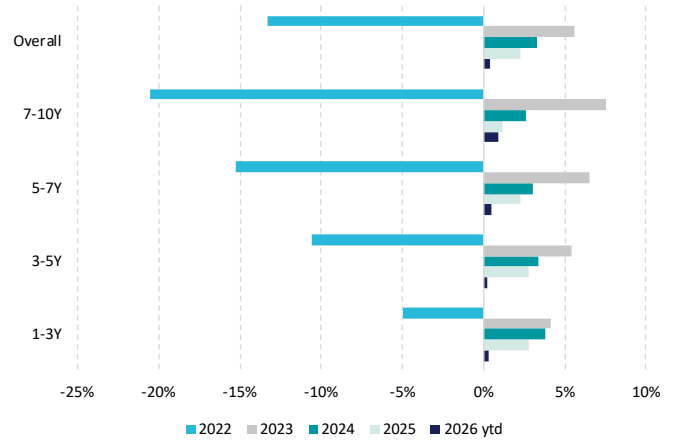


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

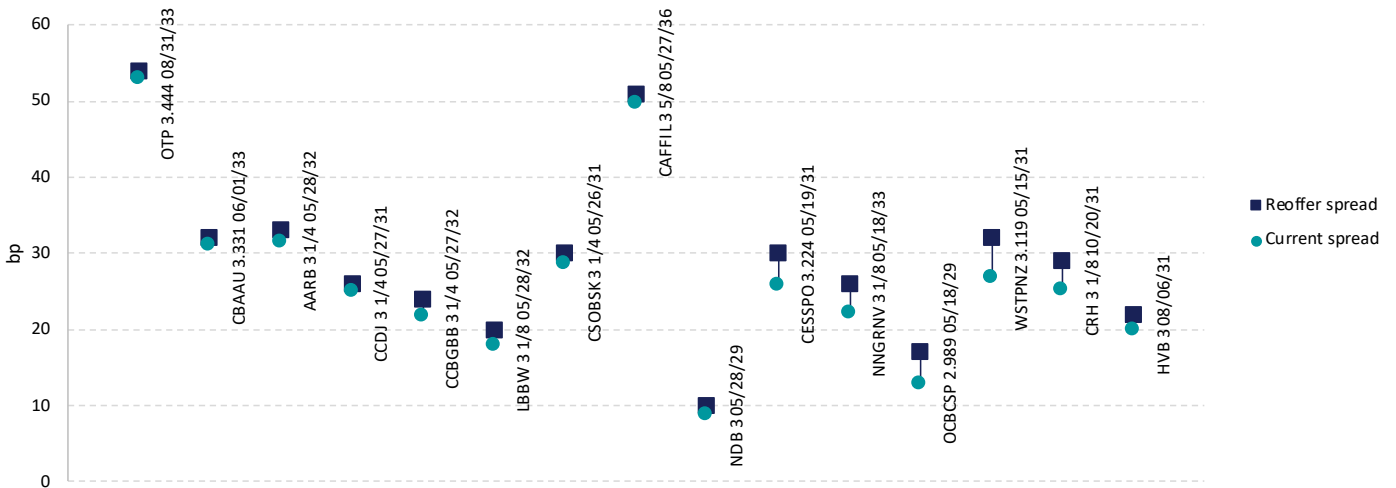
**Spreadveränderung nach Land**



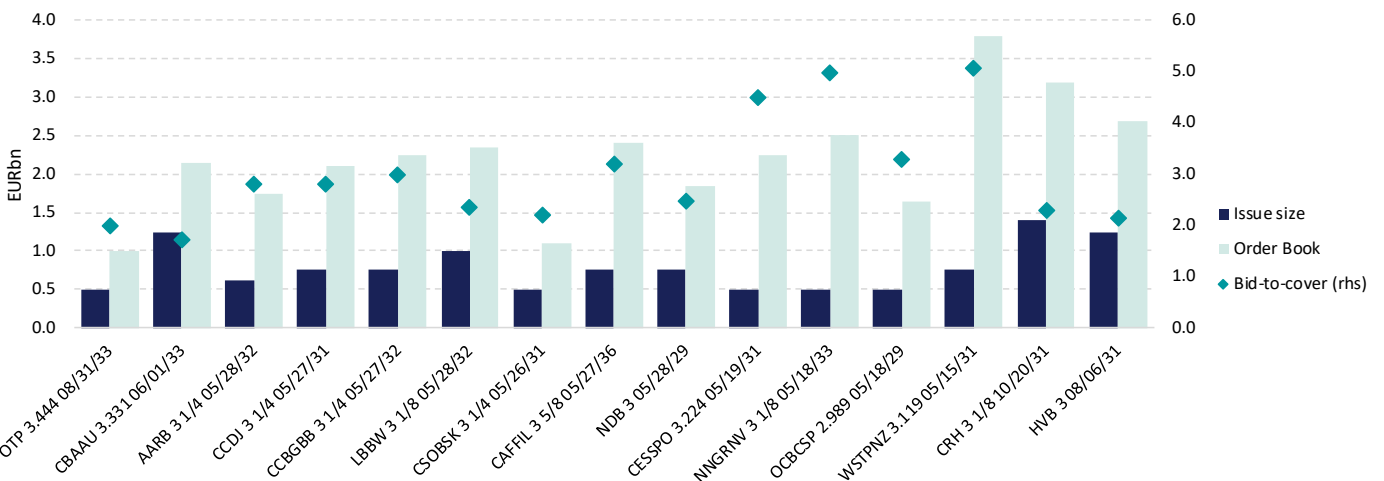
**Covered Bond Performance (Total Return)**



**Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen**



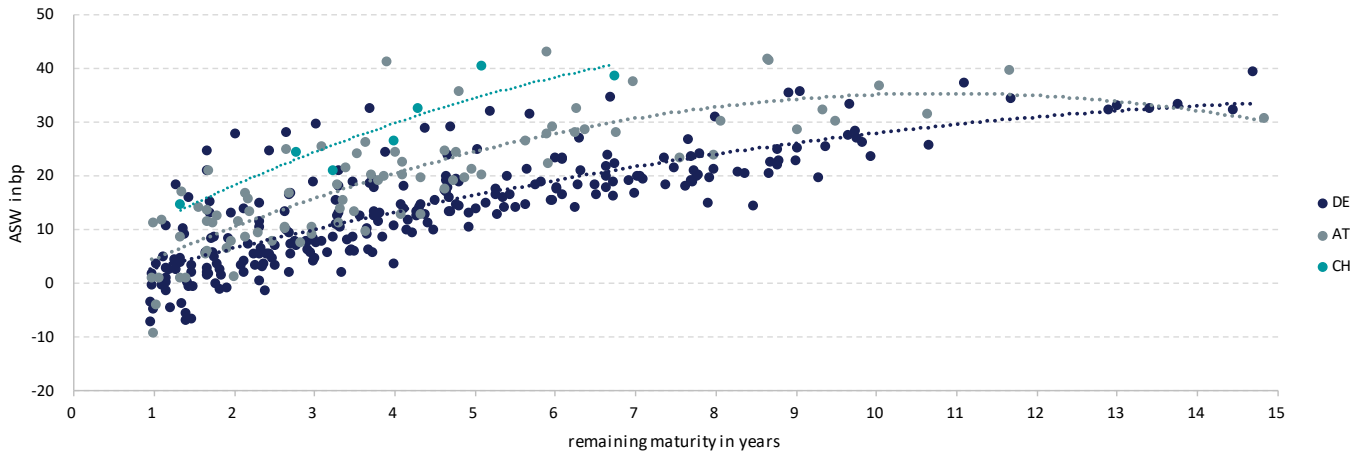
**Orderbücher der letzten 15 Emissionen**



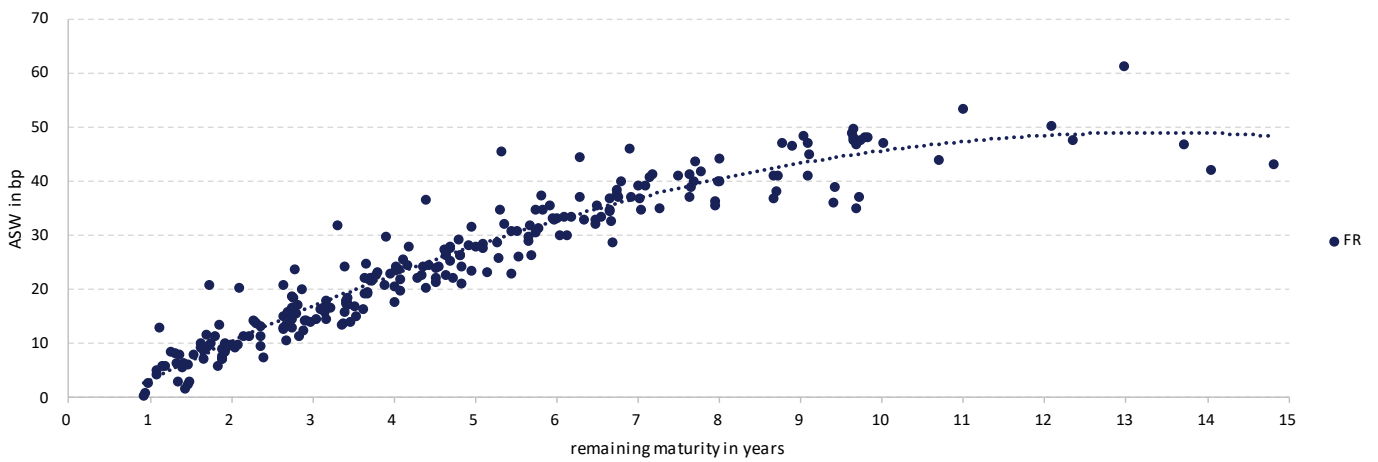
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

**Spreadübersicht<sup>1</sup>**

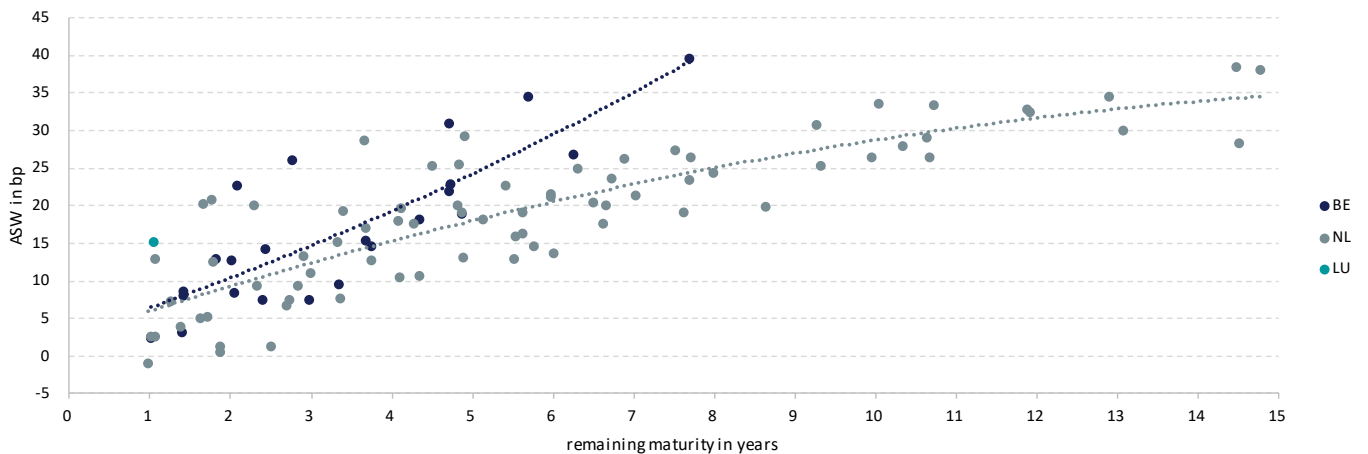
**DACH** 



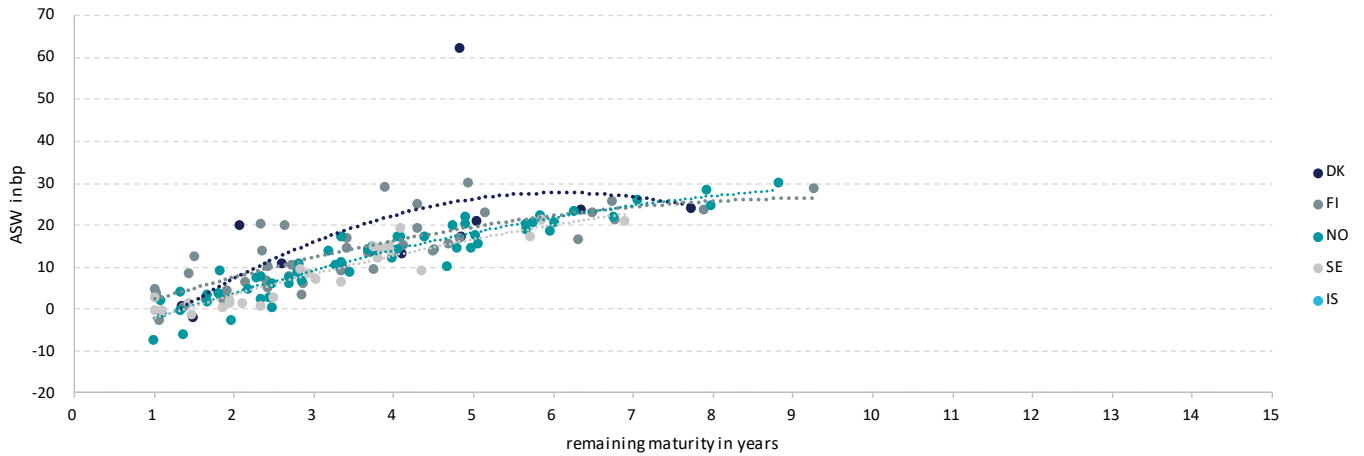
**France** 



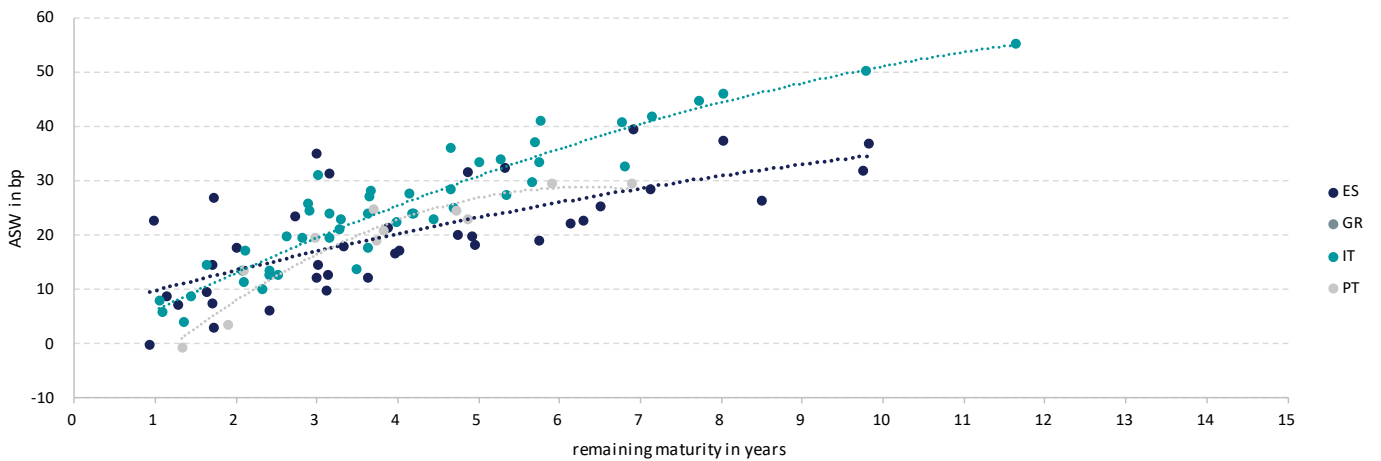
**Benelux** 



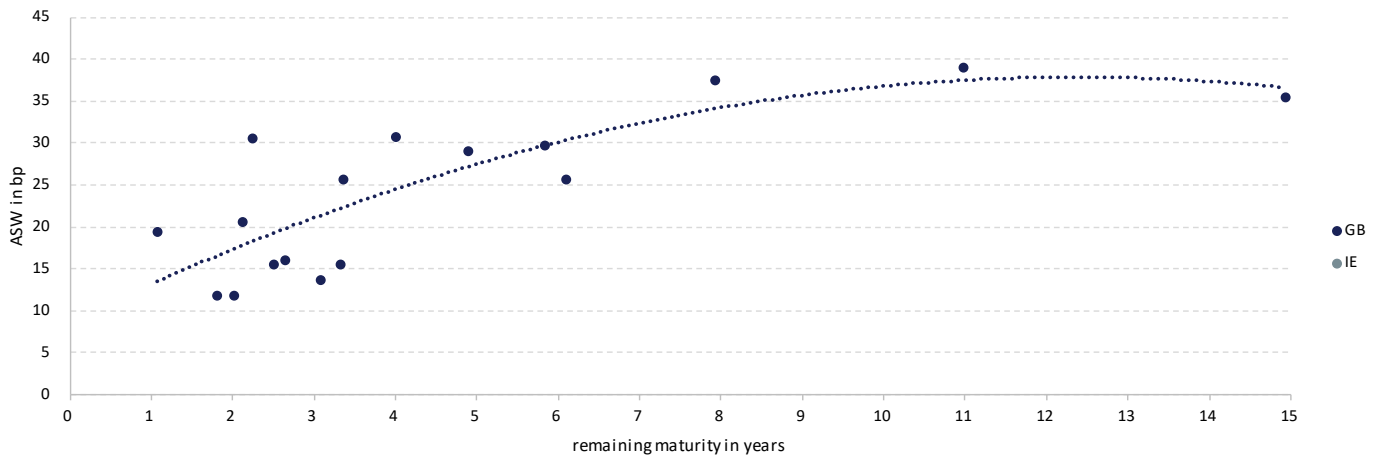
**Nordics** 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



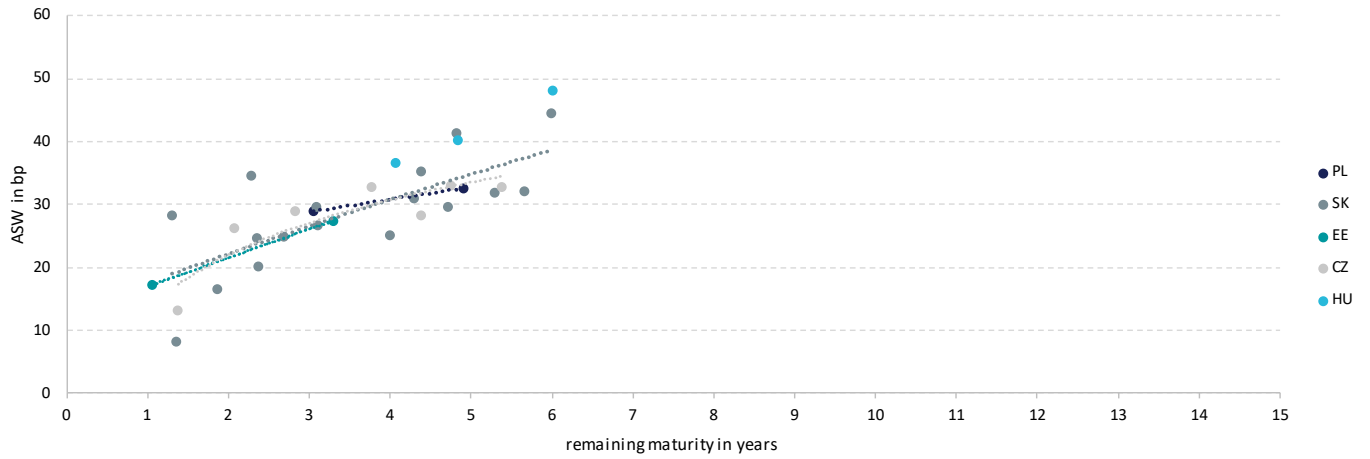
**Southern Europe** 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



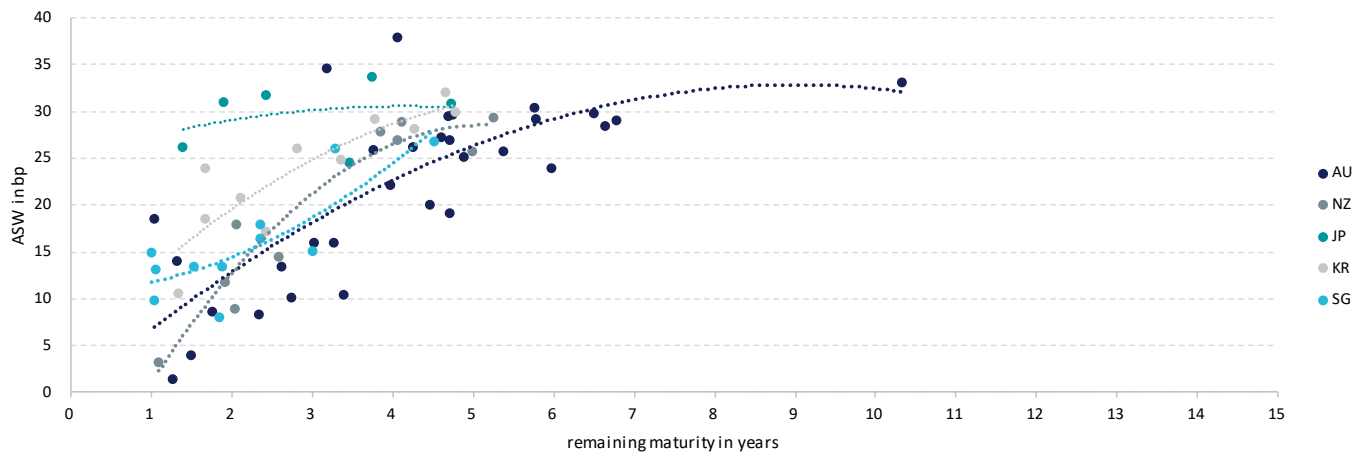
**UK/IE** 🇬🇧 🇮🇪



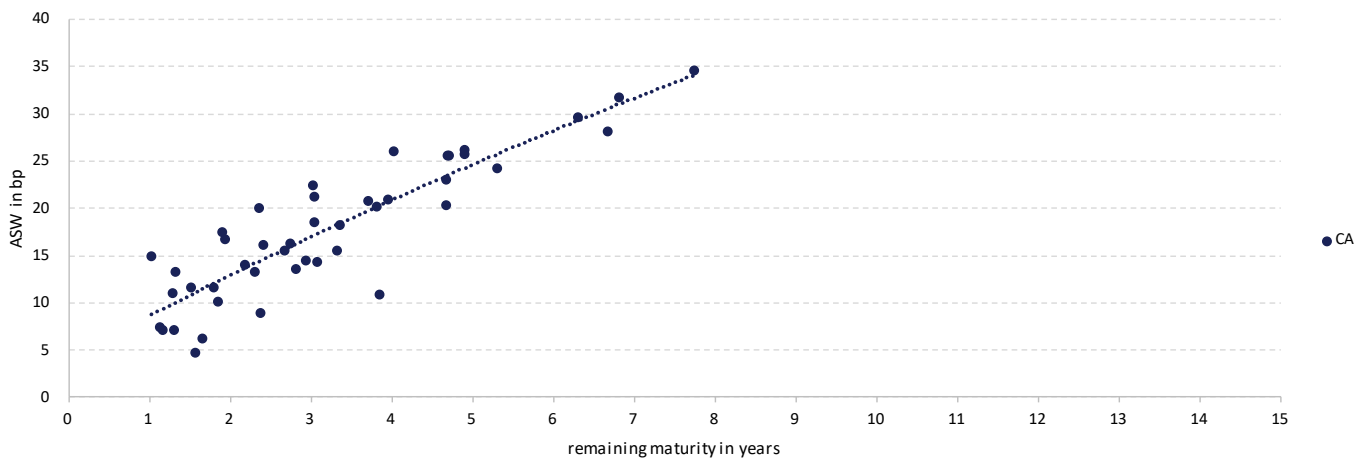
**CEE** 



**APAC** 



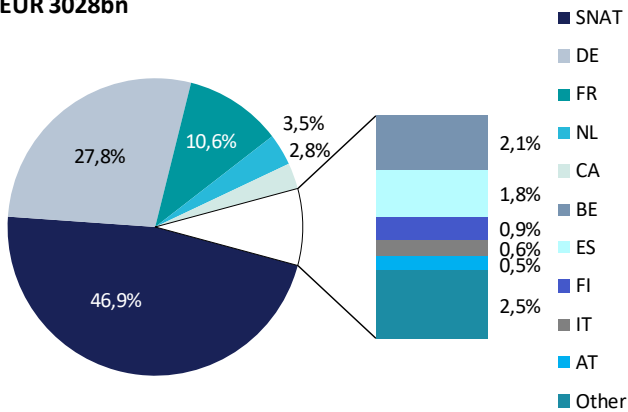
**North America** 



## Charts & Figures SSA/Public Issuers

### Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

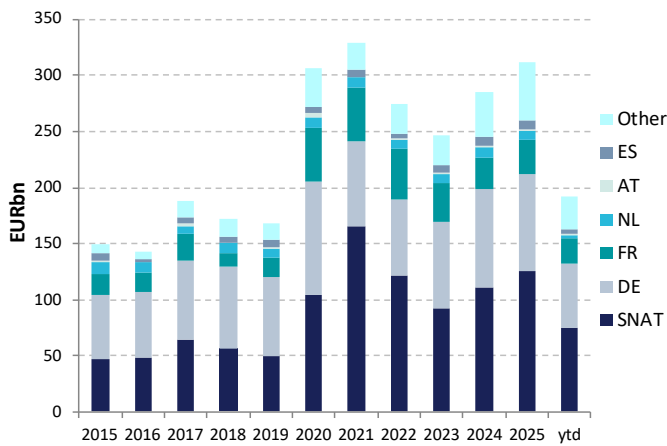
EUR 3028bn



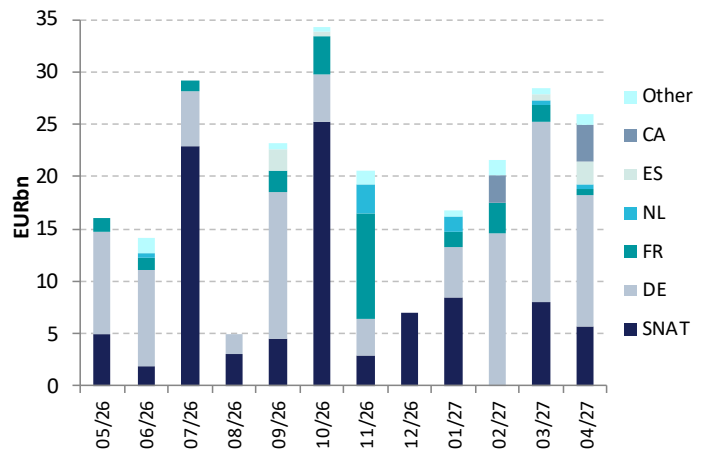
### Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.421,1	279	5,1	7,4
DE	841,8	629	1,3	5,6
FR	322,4	214	1,5	5,1
NL	104,5	92	1,1	5,9
CA	85,2	71	1,2	6,3
BE	62,2	55	1,1	9,1
ES	53,2	76	0,7	4,7
FI	26,2	27	1,0	3,7
IT	18,2	24	0,8	4,3
AT	16,0	23	0,7	4,9

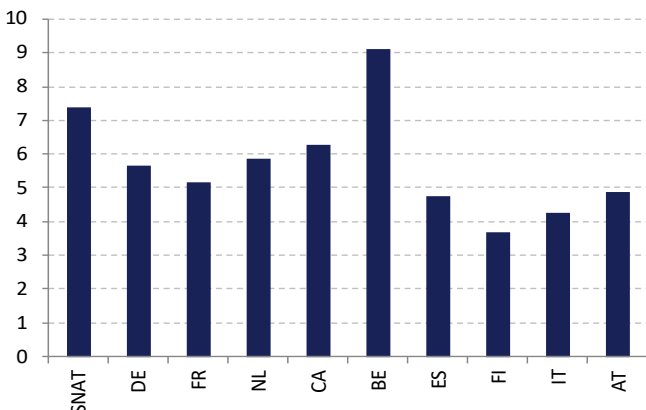
### EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



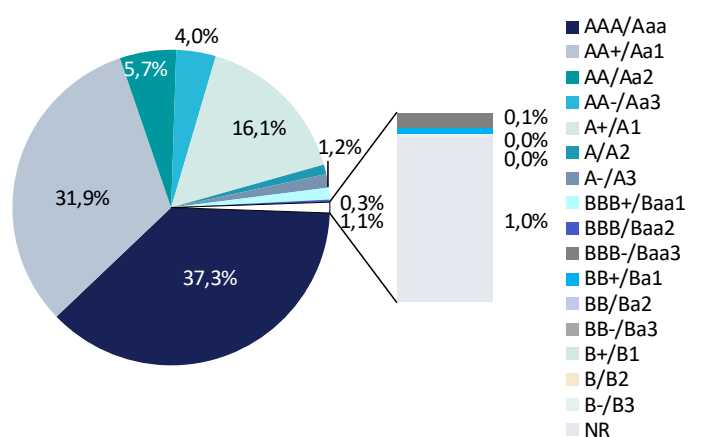
### EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



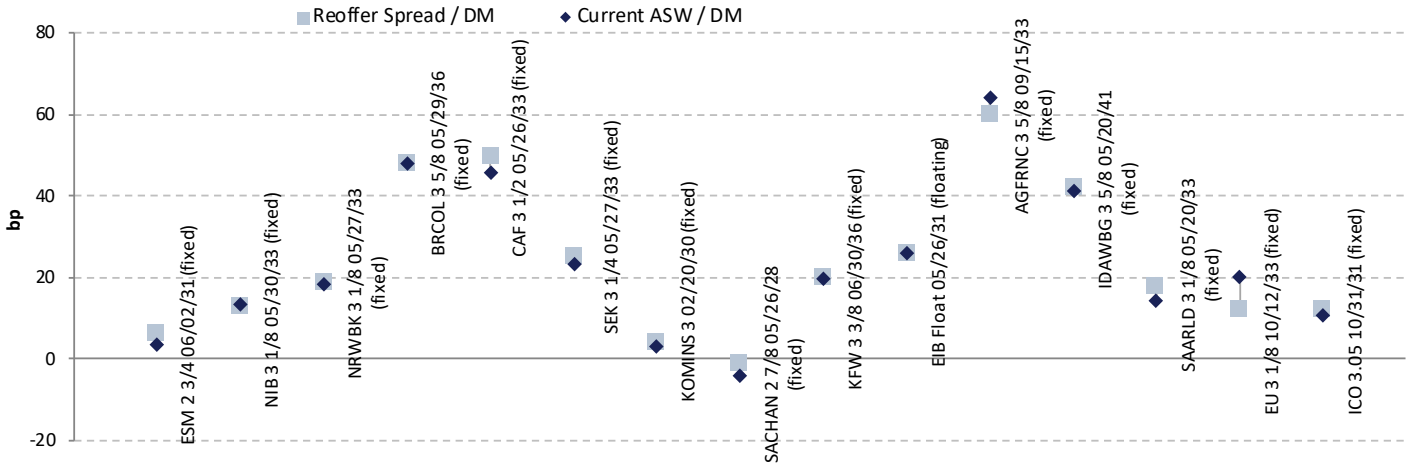
### Vol. gew. Modified Duration nach Land



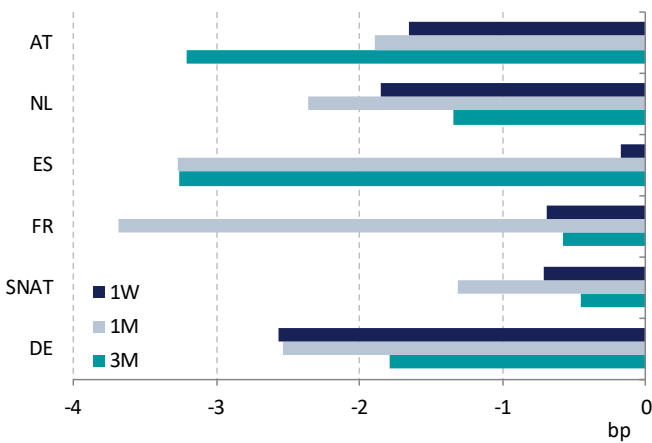
### Ratingverteilung (volumengewichtet)



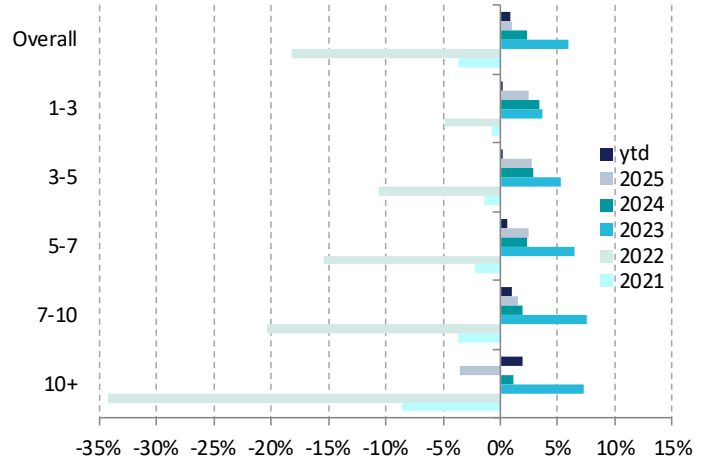
### Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



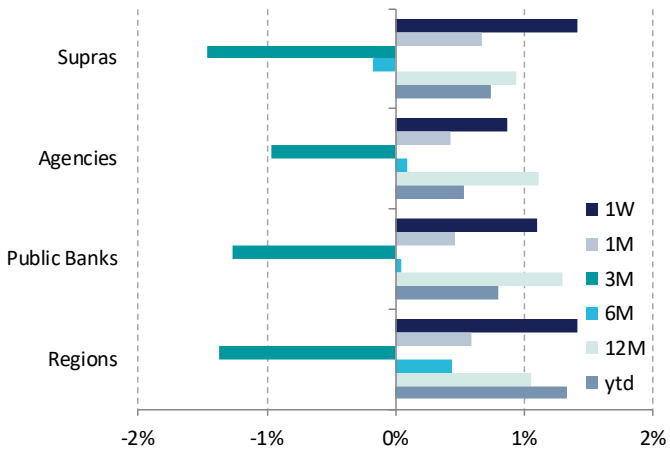
### Spreadentwicklung nach Land



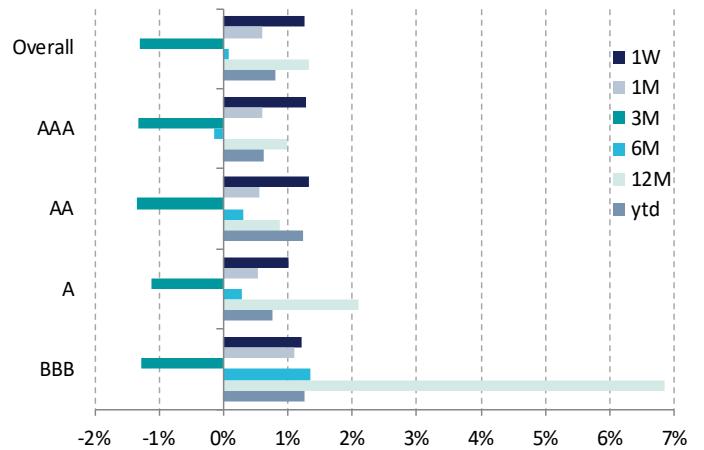
### SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



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

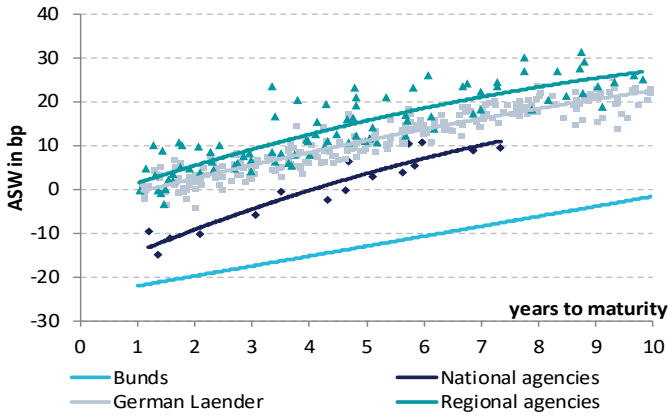


### SSA-Performance nach Rating (Total Return)

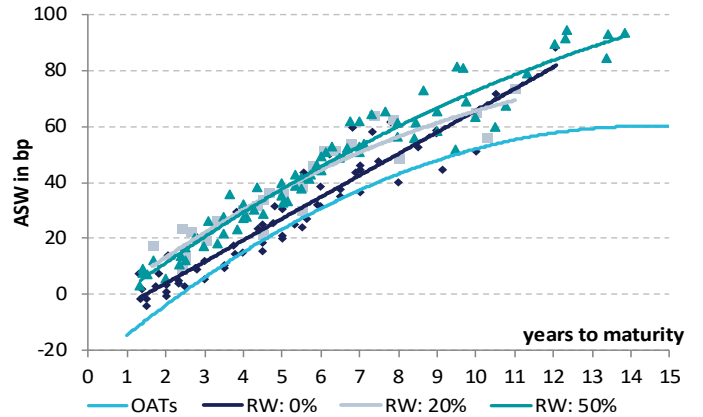


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

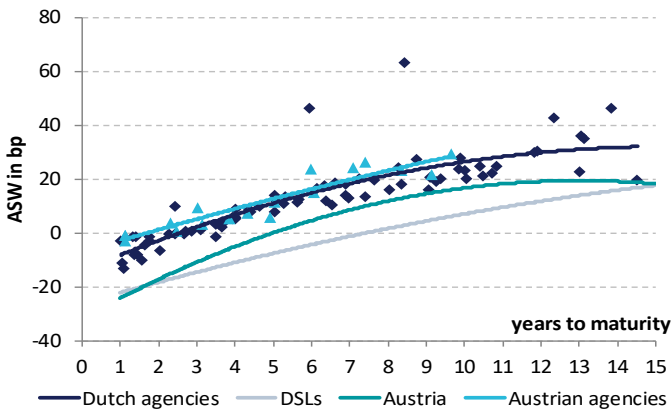
**Germany (nach Segmenten)**



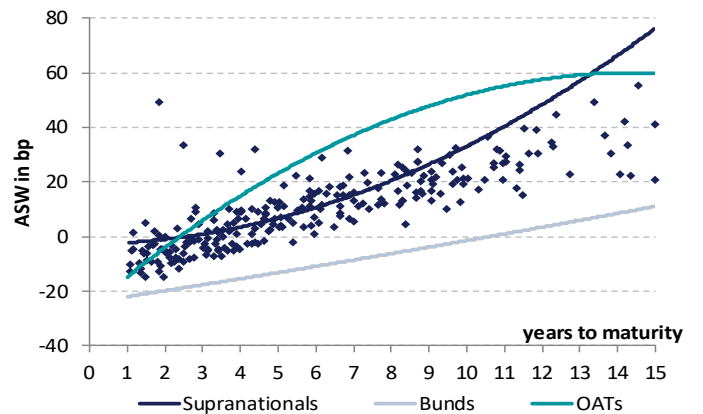
**France (nach Risikogewichten)**



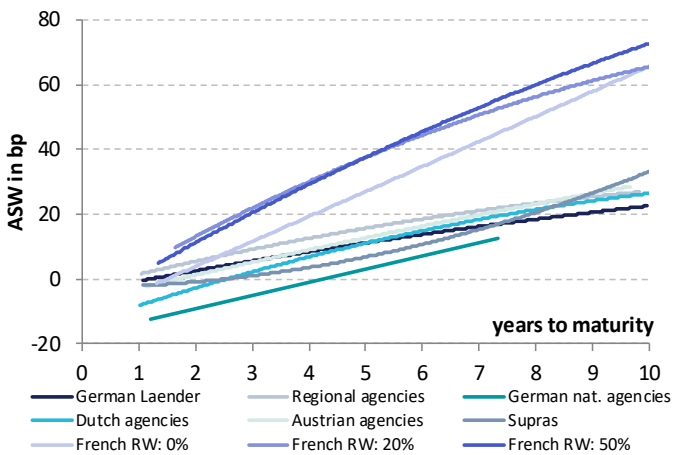
**Netherlands & Austria**



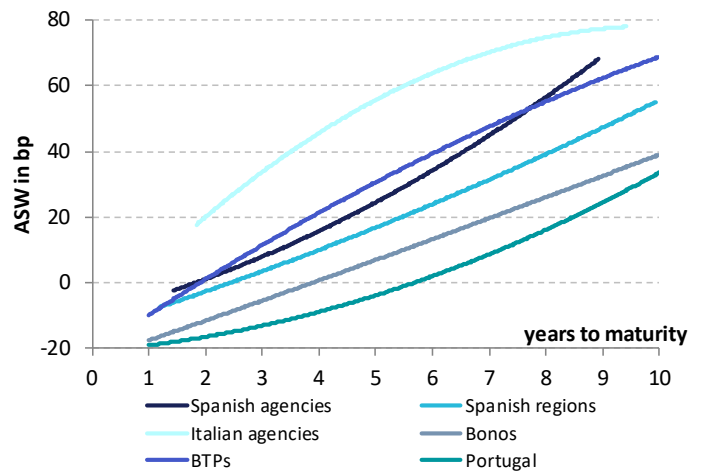
**Supranationals**



**Core**



**Periphery**



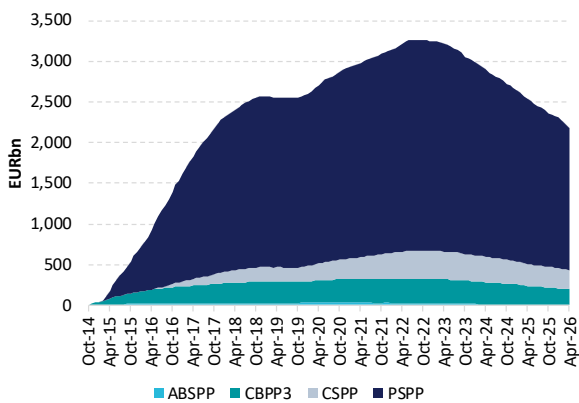
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

# Charts & Figures

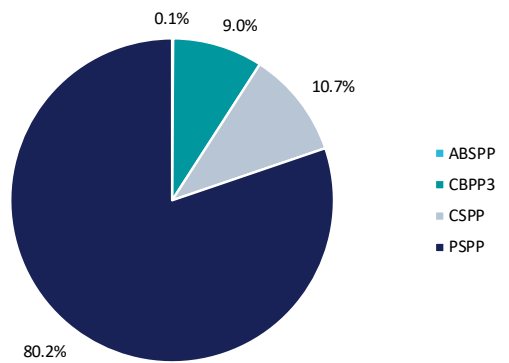
## EZB-Tracker

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

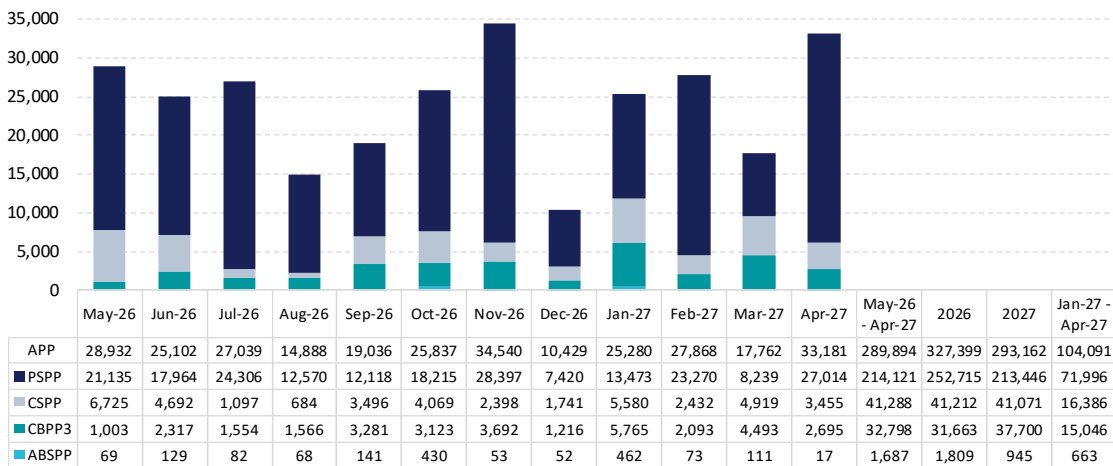
**APP: Portfolioentwicklung**



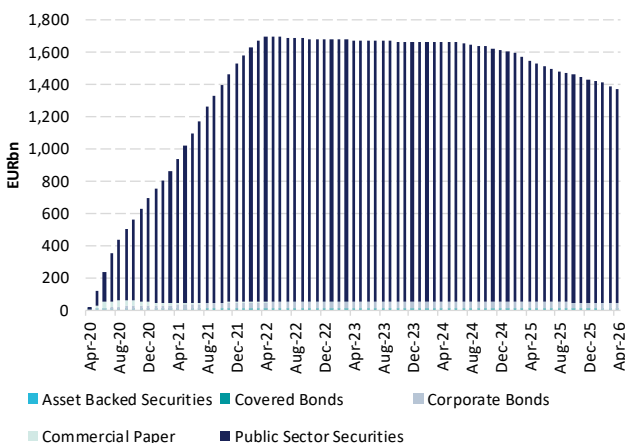
**APP: Portfoliostruktur**



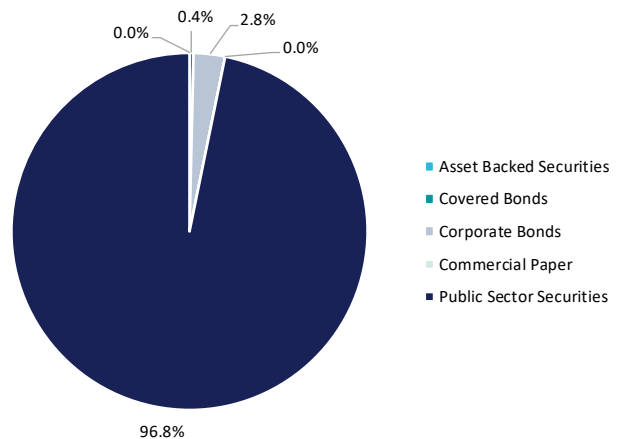
**APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)**



**PEPP: Portfolioentwicklung**



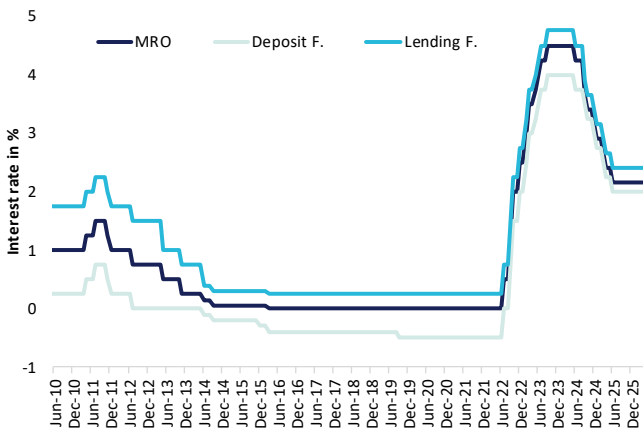
**PEPP: Portfoliostruktur**



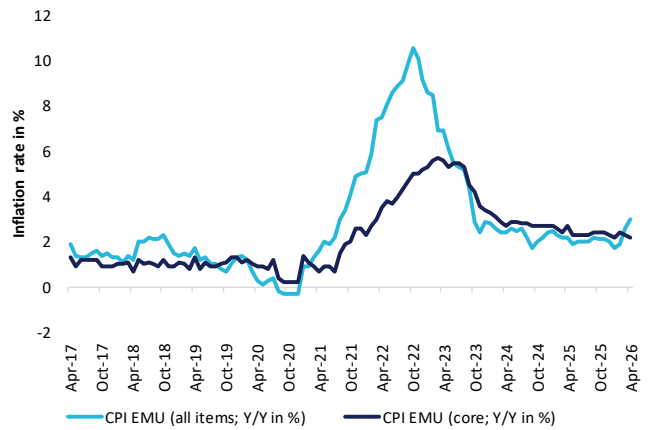
# Charts & Figures

## Cross Asset

**EZB-Leitzinssätze**



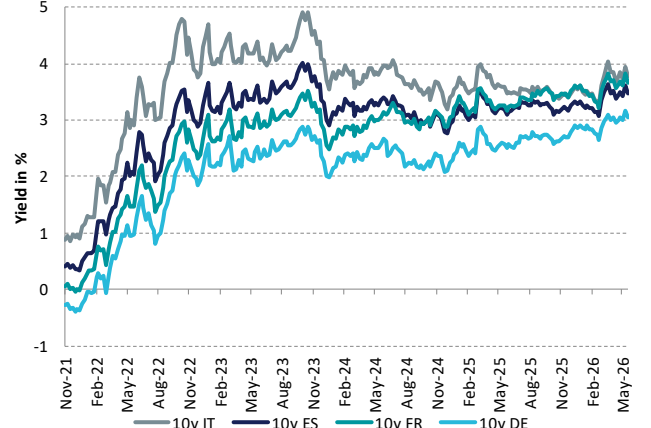
**Inflationsentwicklung im Euroraum**



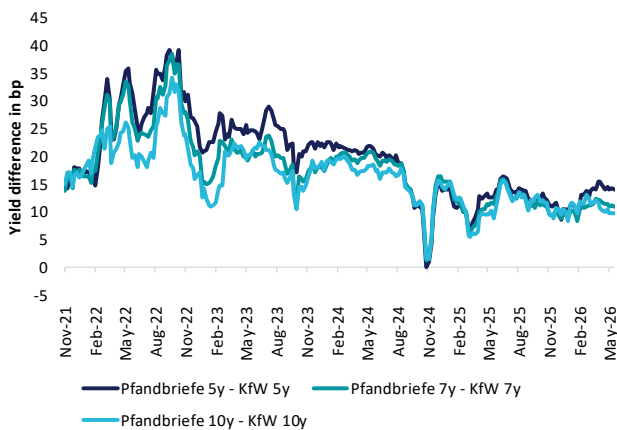
**Bund-Swap-Spread**



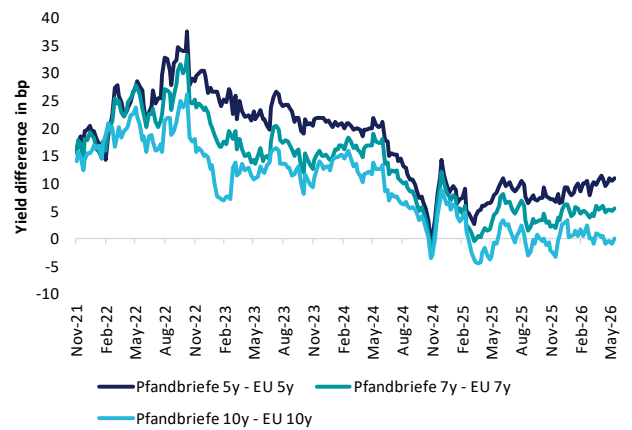
**Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)**



**Pfandbriefe vs. KfW**



**Pfandbriefe vs. EU**



# Anhang

## Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
<a href="#">15/2026 // 20. Mai</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026</li> </ul>
<a href="#">14/2026 // 13. Mai</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds – ESG-Benchmarksegment: Begrenztes Marktwachstum erwartet</li> <li>Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage</li> </ul>
<a href="#">13/2026 // 29. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross Asset: Benchmark-Indizes für Covered Bonds und SSA/Public Issuers</li> </ul>
<a href="#">12/2026 // 22. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Italien: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind</li> <li>New Zealand Local Government Funding Agency im Fokus</li> </ul>
<a href="#">11/2026 // 15. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Wohin steuert der Markt im weiteren Jahresverlauf?</li> <li>Das SSA-Segment im Jahr 2026 – Status Quo und Ausblick</li> </ul>
<a href="#">10/2026 // 01. April</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross Asset: Relative Value – im Auge des Sturms</li> </ul>
<a href="#">09/2026 // 25. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Emittenten unter Druck – attraktive Emissionsfenster sind rar</li> <li>Update: Gemeinschaft deutscher Länder – Länderjumbos</li> </ul>
<a href="#">08/2026 // 18. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2025</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Supras (MDBs) 2026</li> </ul>
<a href="#">07/2026 // 04. März</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Öffentlich besicherte Covered Bonds: Comeback möglich?</li> <li>Export Development Canada – EDC im Fokus</li> </ul>
<a href="#">06/2026 // 25. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CEE-Region: Wachsende Covered Bond-Märkte</li> <li>Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals &amp; Agencies</li> </ul>
<a href="#">05/2026 // 18. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index)</li> <li>Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2026</li> </ul>
<a href="#">04/2026 // 04. Februar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Covereds: Trägt die Emissionsdynamik auch über den Januar hinaus?</li> <li>Der SSA-Januar ist vorbei – was erwartet uns noch in 2026?</li> </ul>
<a href="#">03/2026 // 28. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CB-Jurisdiktion Österreich im Fokus</li> <li>34. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2025)</li> </ul>
<a href="#">02/2026 // 21. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick</li> <li>Rückblick: EUR-ESG-Benchmarks im SSA-Jahr 2025</li> </ul>
<a href="#">01/2026 // 14. Januar</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Jahresrückblick 2025 – Covered Bonds</li> <li>SSA-Jahresrückblick 2025</li> </ul>
<a href="#">43/2025 // 17. Dezember</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross Asset: Niederländische Pensionsfonds im Fokus</li> </ul>
<a href="#">42/2025 // 10. Dezember</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Spreadrelationen im Fokus: Covereds vs. Seniors</li> <li>Teaser: Beyond Bundesländer – Belgien</li> </ul>
<a href="#">41/2025 // 03. Dezember</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EZB, das große Ganze und vier gewagte Kapitalmarktthesen</li> <li>Unser Blick auf den Covered Bond-Markt in 2026</li> <li>SSA-Ausblick 2026: Mehr Schulden, weniger Spielraum?</li> </ul>
<a href="#">40/2025 // 26. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cross Asset // Call for evidence: EU-Taxonomie auf dem Prüfstand</li> </ul>
<a href="#">39/2025 // 19. November</a>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ein Covered Bond-Blick auf die Nordics</li> <li>Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2025</li> </ul>

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

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

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

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

## Anhang Publikationen im Überblick

### Covered Bonds:

[Issuer Guide – Covered Bonds 2025](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026](#) (Quartalsupdate)

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026 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 2026](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Spanische Agencies 2025](#)

### Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2025](#)

[EZB-Preview: Ölpreis zeigt der Geldpolitik ihre Grenzen auf](#)

# Anhang

## Ansprechpartner in der NORD/LB

### Floor Research



**Dr. Norman Rudschuck, CIIA**

Head of Desk

+49 152 090 24094

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



**Lukas-Finn Frese**

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

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



**Lukas Kühne**

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

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



**Tobias Cordes, CIIA**

SSA/Public Issuers

+49 162 760 6673

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

### Sales

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

### 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	<a href="mailto:rm-vs@nordlb.de">rm-vs@nordlb.de</a>
Öffentliche Kunden	<a href="mailto:rm-oek@nordlb.de">rm-oek@nordlb.de</a>

**Disclaimer**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:**

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:**

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:**

Die NORD/LB ist teilweise reguliert durch die „Autorité des Marchés Financiers“. Details über den Umfang unserer Regulierung durch die zuständigen Behörden sind von uns auf Anfrage erhältlich. Diese Information stellt keine Analyse i.S.v. Art. 24 Abs. 1 der Richtlinie 2006/73/EG, Art. L.544-1 und R.621-30-1 des Französischen Geld- und Finanzgesetzes, sondern eine Marketingmitteilung dar und ist als Empfehlung gemäß der Richtlinie 2003/6/EG und 2003/125/EG zu qualifizieren.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:**

Die in dieser Information enthaltenen Informationen beschreiben die Sicht des Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und dürfen vom Empfänger nicht verwendet werden, bevor nicht feststeht, dass sie zum Zeitpunkt ihrer Verwendung zutreffend und aktuell sind.

Erträge in der Vergangenheit, Simulationen oder Vorhersagen sind daher kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Investmentfonds haben keine garantierten Erträge und Renditen in der Vergangenheit garantieren keine Erträge in der Zukunft.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:**

Diese Information enthält allgemeine Informationen und ist nicht auf die Verhältnisse einzelner oder bestimmter Empfänger zugeschnitten. Diese Information ist Teil des Marketingmaterials der NORD/LB.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:**

Diese Information wurde nicht in Übereinstimmung mit der Verordnung (EU) 2017/1129 (in der gültigen Fassung) betreffend Prospekte (die „Prospektverordnung“) oder aufgrund der Prospektverordnung ergriffenen Maßnahmen oder dem Recht irgendeines Mitgliedsstaates oder EWR-Vertragsstaates, der die Prospektverordnung oder solche Maßnahme umsetzt, erstellt und enthält deswegen nicht alle diejenigen Informationen, die ein Dokument enthalten muss, das entsprechend der Prospektverordnung oder den genannten Bestimmungen erstellt wird.

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:**

Diese Information wird Ihnen lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten für Wertpapiertransaktionen oder Warentermingeschäfte 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 Wertpapieren dar, noch kann sie als eine Anfrage verstanden werden, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, sofern diese Vorgehensweise für ungesetzlich gehalten werden könnte. Diese Information basiert auf Informationen aus Quellen, von denen wir glauben, dass sie verlässlich sind. Trotzdem können Richtigkeit und Vollständigkeit nicht garantiert werden. Soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, sind alle hierin enthaltenen Ansichten bloßer Ausdruck unserer Recherche und Information, die ohne weitere Benachrichtigung Veränderungen unterliegen können.

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

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

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

**Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:**

Diese Information stellt keinen Prospekt, kein öffentliches Angebot, kein sonstiges Angebot und keine Aufforderung (und auch keinen Teil davon) zum Erwerb, Verkauf, Zeichnung oder anderen Handel mit Aktien, Bezugsrechten oder anderen Wertpapieren dar. Sie und auch nur Teile davon dürfen nicht zur Grundlage von Verträgen oder Verpflichtungen jeglicher Art gemacht oder hierfür als verlässlich angesehen werden. Diese Information wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt. Jedes Angebot von Wertpapieren erfolgt ausschließlich auf der Grundlage einer anwendbaren Ausnahme von der 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:** 27. Mai 2026 (08:52 Uhr)