

**Sommerpause: Die nächste Ausgabe
erscheint am 19. August**



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

In eigener Sache GlobalCapital Covered Bond Awards 2026

Unser Team freut sich über Ihre Stimme!

Ihre Stimme zählt – NORD/LB in der Kategorie „Best Covered Bond Research“ nominiert

Wir freuen uns sehr, dass das Covered Bond Research der NORD/LB erneut auf der Shortlist der GlobalCapital Covered Bond Awards 2026 steht. Diese Auszeichnung ist etwas Besonderes: Nicht eine Jury entscheidet, sondern der Markt selbst. Investoren, Emittenten, Syndikate und Marktteilnehmer wählen das Research, das sie in den vergangenen zwölf Monaten am meisten überzeugt hat. Genau deshalb besitzt dieser Award eine außergewöhnliche Bedeutung. Wenn Sie unsere Publikationen regelmäßig nutzen – vom Covered Bond & SSA View über unseren Issuer Guide Covered Bonds bis hin zu unseren emissionsbegleitenden Issuer Views, regulatorischen Analysen und Marktkommentaren – und diese Ihnen bei Ihren Investment- oder Emissionsentscheidungen Mehrwert liefern, würden wir uns sehr über Ihre Unterstützung freuen.

Die Awards finden bereits zum 20. Mal statt. Die NORD/LB hat es hierbei in zwei Kategorien auf die Shortlist geschafft:

„Best Sub-Benchmark Lead Manager“

und natürlich in unserer Herzenskategorie: „Best Covered Bond Research“.

Wir hoffen bei jeder Ausgabe, dass Ihnen unsere Wochenpublikation *Covered Bond & SSA View* sowie die weiteren Publikationen zum Thema *Covered Bonds* gefallen – insbesondere unser **Issuer Guide** (2025: 188 Emittenten mit 224 Cover Pools zusammengefasst auf rund 550 Seiten) und unsere Dealbegleitung in Form von **Issuer Views** – als auch unsere Sonderpublikationen wie z.B. über die EZB oder unsere Sicht auf die verschiedenen regulatorischen Themen. Sollten diese Ihnen in Ihrer täglichen Arbeit also einen Mehrwert bieten, würden wir uns sehr über Ihre Teilnahme an der Umfrage und Ihre Stimme für das **NORD/LB Floor Research** freuen. Bitte besuchen Sie dazu bis zum 20. Juli die Website:

[Covered Bond Awards 2026 – Voting](#)

Regeln: Eine Stimme pro Institut, kein „Block Voting“, keine Abstimmung für das eigene Haus.

Wir freuen uns über Ihr Voting und bedanken uns für Ihre Unterstützung! Feedback nehmen wir jederzeit unter msfr@nordlb.de oder persönlich entgegen.



Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	4
SSA/Public Issuers	8
Der Ratingansatz von Moody's	12
Pensionsverpflichtungen als Belastung für die Länderfinanzen	15
Charts & Figures	
Covered Bonds	19
SSA/Public Issuers	25
EZB-Tracker	28
Cross Asset	29
Ausgaben im Überblick	30
Publikationen im Überblick	31
Ansprechpartner in der NORD/LB	32

Flooranalysten:

Dr. Norman Rudschuck, CIIA
 Head of Desk
norman.rudschuck@nordlb.de

Lukas Kühne
 Covered Bonds/Banks
lukas.kuehne@nordlb.de

Elias Degener
 Covered Bonds/Banks
elias.degener@nordlb.de

Lukas-Finn Frese
 SSA/Public Issuers
lukas-finn.frese@nordlb.de

Tobias Cordes, CIIA
 SSA/Public Issuers
tobias.cordes@nordlb.de

Covered Bonds Marktüberblick

Autoren: Elias Degener // Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Primärmarkt: Sonnenliege statt Syndizierung – Sommerpause am Covered Bond-Markt?

Mit der Rückkehr sommerlicher Temperaturen hat auch der Covered Bond-Markt in den saisonalen Ruhemodus geschaltet. Folglich geht das Segment der EUR-Benchmarks in seine zweite Woche ohne Neuemission. Der letzte Deal ist somit weiterhin der zwölfjährige Pfandbrief der Deutschen Kreditbank (DKB), der am 01. Juli emittiert wurde. Die DKB hatte mit diesem EUR 1,0 Mrd. eingesammelt. Die aktuelle Emissionspause nehmen wir zum Anlass, einen kurzen Rückblick auf die Sommerpausen der vergangenen Jahre zu werfen und daraus Anhaltspunkte für den Zeitpunkt einer Wiederbelebung des Primärmarktes abzuleiten. Die vergangenen vier Jahre waren von einem Trend hin zu einer immer länger werdenden sommerlichen Unterbrechung am Covered Bond-Markt geprägt. Betrug diese im Jahr 2022 noch 14 Handelstage, so wuchs sie im vergangenen Jahr auf insgesamt 24 Handelstage an. Auffällig ist zudem der zunehmend frühere Beginn der Emissionsunterbrechung. Während der erste Tag ohne Neuemission im Jahr 2022 noch auf den 26. Juli fiel, begann die letztjährige Sommerpause bereits am 08. Juli und somit mehr als zwei Wochen früher. Sollte dieser Trend anhalten, so wäre mit einer Wiedereröffnung des Marktes erst in der ersten oder zweiten Augustwoche zu rechnen. Auch wenn die nun bereits neun Handelstage andauernde Emissionsflaute eindeutig auf den Startschuss zur sommerlichen Auszeit am Covered Bond-Markt hinweist, halten wir es weiterhin für denkbar, dass sich einzelne Institute doch noch auf das Parkett wagen und neue Ware emittieren könnten. Dies ist insbesondere dem Umstand geschuldet, dass auf dem Sekundärmarkt ein deutlicher Nachfrageüberhang zu beobachten ist, der die weiter anhaltende Investitionsnotwendigkeit der Marktteilnehmer unterstreicht und zu einer Einengung der Spreads beiträgt.

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

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

Sekundärmarkt: Weitere Woche ohne Neuemission sorgt für Einengung der Spreads

In einer weiteren Woche ohne Primärmarktaktivitäten zeigten sich die Investoren dieses Mal auch auf dem Sekundärmarkt eher verhalten. Zwar waren einige wenige Accounts aktiv und handelten durchaus größere Mengen, das Gros der Investoren hielt sich allerdings zurück. Zum Ende der vergangenen Handelswoche konzentrierte sich die Nachfrage überwiegend auf das kurze Ende des Laufzeitenbands und wurde größtenteils von deutschen Investoren mit einem klaren Fokus auf Pfandbriefe getragen. Verkaufsseitig lag der Fokus auf langlaufenden Papieren im Bereich 10y. Die laufende Handelswoche gestaltete sich ähnlich, wobei die Nachfrage nach Papieren mit kurzer Laufzeit abnahm. Wie auch in den Vorwochen dominierten Real Money-Investoren auf der Nachfrageseite. Der aktuell herrschende Nachfrageüberhang sorgt dafür, dass die Händlerbestände sukzessive abgebaut werden können, und stützt damit die Spreadentwicklung insgesamt. Hinsichtlich der Spreads rechnen wir über die Sommerpause – und dem damit einhergehenden Mangel an Neuemissionen – mit einer anhaltenden Spreadeinengung, zumal der Überhang auf der Käuferseite weiterhin stark ausgeprägt ist.

S&P: Anhebung der LTV-Grenze auf 80% impliziert keine Ratingauswirkungen

Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) sprach sich jüngst für eine Anhebung der regulatorischen Beleihungsgrenze (LTV) für Wohnimmobilien von 60% auf 80% aus. In einer aktuellen Analyse kommt S&P zu dem Ergebnis, dass eine entsprechende Anpassung keine Auswirkungen auf die Ratings der von ihnen abgedeckten Pfandbriefe hätte. Nach Einschätzung der Ratingagentur würde eine höhere LTV-Grenze vor allem den Umfang der anrechenbaren Deckungsmasse erhöhen, während das Risikoprofil der Cover Pools weitgehend unverändert bliebe. Da S&P für die Berechnung der durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit bereits einen LTV von 100% ansetzt, wäre der Einfluss auf die modellierten Kreditrisiken stark begrenzt. Zur Einordnung verweist S&P auf Covered Bond-Märkte wie Frankreich, Schweden, Dänemark, Norwegen, Finnland und die Niederlande, in denen bereits eine 80%-Grenze gilt. Dort entfallen im Durchschnitt rund 14% der Deckungsaktiva auf Kredite mit Beleihungsausläufen oberhalb von 60%. Würden deutsche Emittenten ein ähnliches Niveau erreichen, könnte die anrechenbare Deckungsmasse deutlich steigen. S&P erwartet jedoch nicht, dass dies automatisch zu höheren Emissionsvolumina führt. Stattdessen dürften die zusätzlichen Aktiva überwiegend zur Erhöhung der Überdeckung und als zusätzlicher Sicherheitspuffer genutzt werden. Zwar könnten sich durch einen höheren Anteil wohnwirtschaftlicher Kredite die Laufzeiten der Deckungsstücke verlängern und die Margen leicht zurückgehen, insgesamt sieht S&P jedoch keine wesentlichen Veränderungen der Bonität. Dafür sorgen insbesondere die hohen Emittentenratings und der aus Sicht der Ratingexperten sehr starke regulatorische Rechtsrahmen für Pfandbriefe in Deutschland.

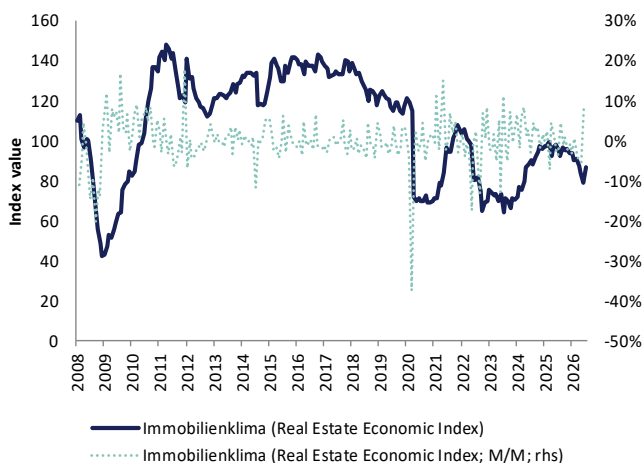
Israelische Bankenaufsicht etabliert ersten regulatorischen Rahmen für Covered Bonds

Nachdem die Bank Leumi Le-Israel im Januar 2026 die erste EUR-Benchmark (EUR 750 Mio.; 5,0y) eines israelischen Emittenten erfolgreich am Markt platzieren konnte, hat die Bank of Israel (BoI) in ihrer Funktion als Bankenaufsicht eine formale Definition von Covered Bonds in das Bankenaufsichtsrecht aufgenommen. Auf diesem Wege soll israelischen Banken der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten erleichtert und ihre Refinanzierungsquellen diversifiziert werden. Israelische Covered Bonds sollen sich in ihrer Ausgestaltung hierbei an den etablierten internationalen Standards, insbesondere der europäischen Covered Bond Directive, orientieren. Bemerkenswert sind zudem die Vorgaben hinsichtlich Zielmarkt und Währung. So sollen die Bonds ausschließlich in Fremdwährungen denominiert sein und auch nur an außerhalb Israels ansässige Investoren verkauft werden. Als Deckungsmasse sind lediglich Hypothekendarlehen auf Wohnimmobilien zugelassen. Für die Emission der Papiere müssen israelische Banken darüber hinaus ein Special Purpose Vehicle (SPV) einrichten. Dieses SPV hält die Deckungswerte zugunsten der Investoren. Da die für die Emission von Covered Bonds genutzten Vermögenswerte maximal einen Anteil von 2% an der Bilanzsumme der Bank ausmachen dürfen, werden die potenziellen Emissionsvolumina jedoch erheblich beschränkt. Die Ratingexperten von S&P bewerten in einem [Kommentar](#) die Initiative der BoI als einen guten ersten Schritt in Richtung weiterer regulatorischer Klarheit für das Segment. Insbesondere durch die Annäherung an internationale Standards dürften die Refinanzierungsmöglichkeiten für israelische Banken gestärkt werden. Als wesentliche Hindernisse für eine noch umfassendere Entwicklung des israelischen Covered Bond-Marktes sieht S&P das Fehlen eines eigenen Covered Bond-Gesetzes und die noch nicht eindeutig geregelte Behandlung von Covered Bonds im Insolvenzfall des Emittenten. Da internationale Investoren insbesondere die Rechtssicherheit bei ihren Investitionsentscheidungen berücksichtigen, könnte dieser Umstand die Marktakzeptanz sowie das Emissionswachstum noch ausbremsen.

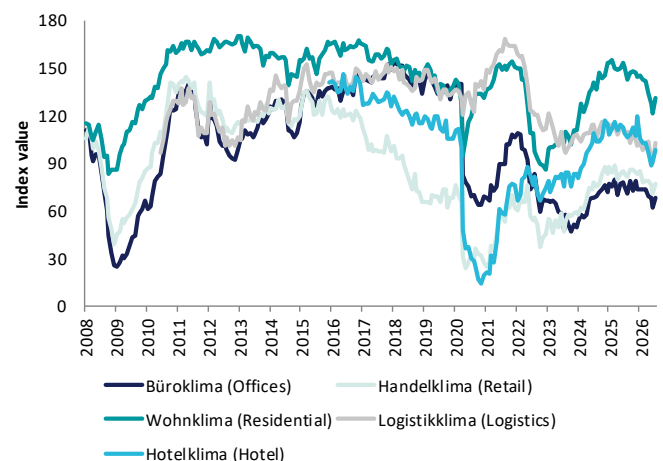
Deutsche Hypo Immobilienklima: Turnaround zur Sommerzeit

Das Deutsche Hypo Immobilienklima gilt seit Jahren als viel beachteter Indikator für die Lage am deutschen Immobilienmarkt. Nach drei Monaten mit kontinuierlichen Rückgängen konnte der Abwärtstrend im Juli nun eindrucksvoll gestoppt werden. Insgesamt wurden im Rahmen der 223. [Monatsbefragung](#) die Markteinschätzungen von rund 1.000 Immobilienexperten eingeholt. Im Ergebnis stieg das Immobilienklima im Vergleich zum Vormonat um +9,1% auf 86,6 Punkte und liegt nun nahezu wieder auf dem Niveau vom April dieses Jahres. Das Ergebnis der Befragung stellt den größten Anstieg seit August 2023 dar, als das Immobilienklima sogar um +11,2% zulegen konnte. Verglichen mit dem Vorjahresniveau beträgt der Rückgang zwar noch -9,4%, die Trendwende scheint jedoch zunächst geschafft. Getragen wird diese Entwicklung sowohl vom Investment- (+10,2% M/M) als auch vom Ertragsklima (+7,8%). Simultan zum Immobilienklima konnten auch alle betrachteten Teilmärkte deutliche Zugewinne verbuchen. Insbesondere das Logistikklima konnte nach starken Einbrüchen in den Vormonaten um satte +13,6% M/M zulegen und notiert nun auf dem zweithöchsten Indexstand aller untersuchten Teilmärkte (102,8 Punkte). Angeführt werden die Teilmärkte weiterhin vom Wohnklima, welches nach der Julibefragung bei 131,7 Punkten notiert und im Vergleich zum Vormonat um +7,9% ansteigen konnte. In einer ähnlichen Größenordnung stiegen auch die Indizes des Büro- (+8,9%), Handel- (+8,7%) sowie Hotelklimas (+7,8%). Ingo Martin, Leiter Origination der Deutschen Hypo, sieht in der jetzt erfolgten Erholung eine Bestätigung des Stabilisierungstrends am Investmentmarkt. Diese werde insbesondere durch die zunehmende Annäherung der Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern sowie die langsam steigende Transaktionsbereitschaft geprägt. Auch die angekündigten Reformvorhaben der Bundesregierung könnten bei den Marktteilnehmern die Hoffnung auf eine zukünftige wirtschaftliche Erholung geweckt haben. Mit Blick auf die makroökonomische Großwetterlage betont Martin allerdings, dass sich die Rahmenbedingungen am Markt – steigende Renditen am Kapitalmarkt sowie erhöhte kurzfristige Zinsniveaus – in den vergangenen Wochen nicht nennenswert geändert haben, weshalb die nun zu beobachtende Erholung des Immobilienklimas durchaus auch einer kritischen Hinterfragung bedarf. Insbesondere vor diesem Hintergrund sei es laut Martin zu früh, von echter Entwarnung für den Immobilienmarkt zu sprechen. Vielmehr müsse in den kommenden Monaten beobachtet werden, wie nachhaltig diese nun tatsächlich sei.

Immobilienklima Gesamtindex / Veränderung (M/M)



Immobilienklima nach Segmenten



Plant die EZB eine Verdopplung der Mindestreserve für Banken?

Der EZB-Rat hat Marktkreisen zufolge im Rahmen seiner Konferenz im portugiesischen Sintra eine mögliche Anhebung der Mindestreserveanforderungen für Banken von 1% auf 2% diskutiert. Hintergrund dieser Überlegungen sind die hohen Kosten für die Verzinsung von Überschussreserven, die über die Mindestreserve hinaus bei den Zentralbanken des Euroraums geparkt werden. Ob das Thema bereits auf der kommenden EZB-Ratssitzung am 23. Juli aufgegriffen wird, ist bislang offen – eine Entscheidung im Herbst erscheint derzeit jedoch wahrscheinlicher. Aktuell verzinsen die EZB und die nationalen Zentralbanken des Euroraums Überschussliquidität von rund EUR 2.183 Mrd. mit 2,25%, was jährlichen Zinsaufwendungen von etwa EUR 49,1 Mrd. entspricht. Eine Anhebung der unverzinsten Mindestreserve könnte die Belastung für die Notenbanken Schätzungen zufolge um rund EUR 4 Mrd. pro Jahr reduzieren. Besonders Jurisdiktionen, in denen der Bankensektor hohe Liquiditätsüberschüsse aufweist, darunter auch Deutschland, könnte ein solcher Schritt dazu beitragen, die Verluste aus der Verzinsung von Überschussreserven zu begrenzen. Die Deutsche Bundesbank hat seit 2022 schätzungsweise EUR 51 Mrd. an Belastungen aus der Verzinsung von überschüssiger Liquidität aufwenden müssen. Allein 2025 belief sich der Betrag auf EUR 8,6 Mrd. Seit zwei Jahren reichen die vorhandenen Rücklagen nicht mehr aus, um die Verluste vollständig aufzufangen. Für eine Anpassung der Mindestreserve ist ein Beschluss des EZB-Rats erforderlich. Eine entsprechende Diskussion hatte bereits 2023/24 stattgefunden, damals jedoch keine Mehrheit gefunden.

Mindestreserven als geldpolitischer Hebel: Internationale Ansätze und Wirkung

Seit Einführung des Euro im Jahr 1999 lag die Mindestreserveanforderung (MRA) der EZB bei 2% der relevanten Bankverbindlichkeiten. Im Januar 2012 wurde die Quote im Zuge der Eurozonenkrisis auf 1% gesenkt, um zusätzliche Liquidität im Bankensystem freizusetzen und die Kreditvergabe auf diesem Wege zu unterstützen. MRA erfüllen im Euroraum weiterhin eine wichtige geldpolitische Funktion, da sie die Nachfrage der Banken nach Zentralbankgeld stützen und insbesondere in Phasen eines strukturellen Liquiditätsdefizits zur Stabilisierung der Geldmarktzinsen beitragen. International zeigt sich jedoch ein heterogenes Bild. Die US-Notenbank Federal Reserve verfolgt seit mehreren Jahren einen grundlegend anderen geldpolitischen Ansatz. Im März 2020 senkte die Fed die MRA dauerhaft auf 0%. Die Entscheidung erfolgte vor dem Hintergrund des bereits 2019 eingeführten Regimes hoher Zentralbankreserven, in dem Mindestreserven für die operative Umsetzung der Geldpolitik keine wesentliche Rolle mehr spielen. Zugleich sollte während der COVID-19-Pandemie zusätzliche Liquidität freigesetzt und die Kreditvergabe unterstützt werden. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) bietet ein aktuelles Beispiel für die fortgesetzte Nutzung von Mindestreserven als geldpolitisches Instrument. Zum 01. Juli 2024 weitete sie die Anrechnungsbasis aus und erhöhte den Mindestreservesatz von 2,5% auf 4%. Die Maßnahme sollte die effektive und effiziente Umsetzung der Geldpolitik sicherstellen und zugleich die Zinsaufwendungen der SNB reduzieren. MRA erfüllen grundsätzlich mehrere geldpolitische Funktionen: Durch die Bindung eines Teils der Bankeinlagen bei der Zentralbank wird Liquidität dem Bankensystem entzogen, wodurch sich die Kreditvergebekapazität der Banken tendenziell verringert. Umgekehrt setzt eine Senkung der MRA Liquidität frei und kann die Kreditvergabe sowie die wirtschaftliche Aktivität unterstützen. Gleichzeitig schaffen Mindestreserven lehrbuchmäßig eine stabile Nachfrage nach Zentralbankgeld. Darüber hinaus stärken sie die Liquiditätspuffer der Banken und erhöhen die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber kurzfristigen Liquiditätsabflüssen. Veränderungen der MRA wirken somit nicht nur auf die Liquiditätsbedingungen im Bankensystem, sondern indirekt auch auf Kreditwachstum, gesamtwirtschaftliche Nachfrage und somit auch die Inflationsentwicklung.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

Bundesregierung beschließt Haushaltsentwurf 2027

Die Bundesregierung hat Anfang Juli den Entwurf für den Bundeshaushalt 2027 beschlossen. Der von Finanzminister Lars Klingbeil vorgelegte Etat sieht im kommenden Jahr Ausgaben i.H.v. EUR 555,4 Mrd. vor, was einem Anstieg gegenüber dem Budget für 2026 um EUR +30,9 Mrd. (+5,9% Y/Y) entspricht. Demgegenüber wird zwar ebenfalls mit einem leichten Wachstum der Steuereinnahmen auf nunmehr EUR 394,7 Mrd. gerechnet (+1,9% Y/Y), diese reichen allerdings bei Weitem nicht aus, um die geplanten Ausgaben zu finanzieren. Vor diesem Hintergrund wird der Haushalt 2027 nicht ohne neue Schulden auskommen. Insgesamt ist eine Nettokreditaufnahme im Umfang von EUR 118,7 Mrd. veranschlagt worden (+21,1% Y/Y; 2026: EUR 98,0 Mrd.). Dazu kommt die Aufnahme frischer Verbindlichkeiten für die Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität sowie Bundeswehr. Die aggregierte Neuverschuldung im kommenden Jahr soll damit bei rund EUR 200 Mrd. liegen. Damit dürfte auch das Emissionsvolumen von Bundeswertpapieren in Zukunft weiter zulegen. Vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Zinsen für deutsche Staatsanleihen in Folge des anhaltenden Iran-Konflikts dürften somit die Belastungen für den Haushalt perspektivisch anwachsen. Bereits 2027 liegen die Zinsausgaben des Bundes bei EUR 41,9 Mrd. und sollen sich bis zum Jahr 2030 nahezu verdoppeln auf EUR 80,7 Mrd. Gleichzeitig bleiben die Wachstumsaussichten für die Wirtschaftsleistung weiterhin verhalten: Sowohl die Bundesregierung im Rahmen ihrer Frühjahrsprojektion als auch die EU-Kommission erwarten für das kommende Jahr eine BIP-Zunahme i.H.v. lediglich +0,9%. Nach dem Kabinettsbeschluss stehen nun die parlamentarischen Beratungen an. Mit einer Verabschiedung des finalen Haushalts wird Ende November gerechnet.

ESM: Beitritt Bulgariens erhöht Zahl der Mitgliedsstaaten auf 21

Mit dem Inkrafttreten des European Stability Mechanism (ESM) im Jahr 2012 wurde ein Hilfsmechanismus in der Eurozone geschaffen, dessen vorrangiges Ziel die finanzielle Unterstützung seiner Mitgliedsstaaten ist. Seitdem ist die Zahl der Mitglieder von ursprünglich 17 auf mittlerweile 21 gestiegen. Jüngstes Mitglied ist Bulgarien, das dem ESM nach der Einführung des Euro als gesetzliches Zahlungsmittel zum 01. Januar 2026 beigetreten ist. ESM-Geschäftsführer Pierre Gramegna begrüßt den Beitritt eines weiteren Mitglieds und betont insbesondere die Bedeutung eines starken europäischen Zusammenhalts vor dem Hintergrund globaler geopolitischer Spannungen. Die wachsende Mitgliederzahl wertete er zugleich als Beleg für die „Attraktivität der gemeinsamen Währung und des Sicherheitsnetzes“, welches der ESM für den Euroraum bereitstellt. Auch die bulgarische Regierung um Finanzminister Galab Donev begrüßt die Mitgliedschaft im ESM. Diese unterstütze die wirtschaftliche Integration Bulgariens in den Euroraum und stärke die wirtschaftliche Stabilität sowie die Planungs- und Investitionssicherheit des Landes. Durch den Eintritt in den ESM muss sich Bulgarien mit einem Anteil i.H.v. EUR 5,3 Mrd. am Kapital des ESM beteiligen. Davon entfallen zunächst EUR 603,2 Mio. auf das eingezahlte Kapital, das als Absicherung für die vom ESM begebenen Anleihen dient. Da Bulgarien ein BIP pro Kopf von weniger als 75% des EU-Durchschnitts aufweist, wird der zu leistende Beitrag Bulgariens zum eingezahlten Kapital aufgrund einer bis 2038 geltenden Regelung auf EUR 214,5 Mio. reduziert.

Update: Kreditermächtigungen der deutschen Länder

Am 07. Juli haben die 16 deutschen Länder eine aktualisierte Übersicht ihrer Kreditermächtigungen in Bloomberg zur Verfügung gestellt. Wie aus dem Dokument hervorgeht, beabsichtigt Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR), dessen Wert zum letzten Stand vom 22. April noch nicht kommuniziert wurde, eine geplante Inanspruchnahme des Kapitalmarkts im Jahr 2026 im Umfang von EUR 5,4 Mrd. (brutto). Am aktuellen Rand hat BADWUR bereits EUR 3,75 Mrd. (vier Anleihen) allein über EUR-Benchmarkemissionen eingesammelt. Da die Kreditermächtigungen auch die Emission von Schuldscheindarlehen und Privatplatzierungen umfassen, die in unserer Datenbank keinen Eingang finden, dürfte der tatsächliche Fundingfortschritt Baden-Württembergs etwas höher ausfallen. Traditionell waren die Kreditermächtigungen der Süddeutschen in der jüngeren Vergangenheit dafür bekannt, den realen Bedarf deutlich überschätzt darzustellen, da genehmigte Sonderkredite zur Abfederung der Folgen aus der COVID-19-Pandemie Jahr für Jahr weitergeschoben wurden. Daher wurden zwischen 2021 bis einschließlich 2025 stets (Brutto)-Kreditermächtigungen im Umfang von EUR >20 Mrd. kommuniziert. Der nun berichtete Wert dürfte die tatsächlichen Kapitalmarktaktivitäten deutlich realistischer widerspiegeln. Darüber hinaus haben weitere Länder ihre Kreditermächtigungen angepasst: So erhöhte Hessen (Ticker: HESSEN) den Bedarf gegenüber Ende April um EUR +0,6 Mrd. auf nunmehr EUR 7,5 Mrd. Demgegenüber haben die Länder Nordrhein-Westfalen (Ticker: NRW, EUR -0,5 Mrd., nunmehr: EUR 17,5 Mrd.), Niedersachsen (Ticker: NIESA, EUR -1,7 Mrd., nunmehr: EUR 7,7 Mrd.), Sachsen-Anhalt (Ticker: SACHAN, EUR -0,3 Mrd., nunmehr: EUR 2,8 Mrd.) sowie Schleswig-Holstein (Ticker: SCHHOL, EUR -0,1 Mrd., nunmehr: EUR 3,5 Mrd.) ihre Werte um eben diese Größenordnungen nach unten revidiert. Der Bruttowert über alle 16 deutschen Länder hinweg liegt damit bei insgesamt EUR 75,7 Mrd. Bemerkenswert ist zudem, dass die Sub-Sovereigns in der dargereichten Form keine Netto-Zahlen präsentiert haben. In der nachfolgenden Tabelle haben wir diese Werte daher auf Basis der Kreditermächtigungen vom 22. April unter Berücksichtigung der angepassten Zahlen von Anfang Juli berechnet.

Kreditermächtigungen deutscher Länder 2026 (in EUR Mrd.)*

	Brutto	Netto
Baden-Württemberg	5,4	-
Bayern	0,7	-0,1
Berlin	10,0	4,0
Brandenburg	2,9	1,3
Bremen	1,6	0,3
Hamburg	5,3	2,6
Hessen	7,5	2,5
Mecklenburg-Vorpommern	1,0	1,0
Niedersachsen	7,7	0,0
Nordrhein-Westfalen	17,5	3,5
Rheinland-Pfalz	5,5	0,4
Saarland	2,0	0,1
Sachsen	0,5	0,0
Sachsen-Anhalt	2,8	-0,3
Schleswig-Holstein	3,5	0,5
Thüringen	1,8	0,9
Summe	75,7	16,7

Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

* Zum Teil gerundete bzw. vorläufige Zahlen

KBN gibt Funding-Update – umgerechnet rund EUR 2,2 Mrd. sind noch zu erwarten

Der norwegische Kommunalfinanzierer Kommunalbanken (Ticker: KBN) hat ein Update zu seinen bisherigen Refinanzierungsaktivitäten gegeben und erklärt, bereits rund 75% seines Fundingziels erreicht zu haben. Der Pressemitteilung zufolge habe die KBN im I. Halbjahr insgesamt USD 7,5 Mrd. (EUR-Äquivalent: EUR 6,6 Mrd.) an den internationalen Kapitalmärkten eingesammelt, verteilt auf 43 Transaktionen und neun Währungen. Für H2/2026 plant die Agency weitere Emissionen im Gesamtumfang von EUR 2,2 Mrd. Neben einer USD-Benchmark beabsichtigt die KBN die Platzierung eines weiteren [Green Bonds](#), entweder in EUR oder USD. Gleichzeitig zeigt sich der Emittent offen für Private Placements.

Hamburg legt Haushaltsentwurf 2027/28 vor

In einem weiterhin herausfordernden Umfeld, das von globalen Krisen, einer schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sowie steigenden Gesamtausgaben geprägt ist, hat der Hamburger Senat den Haushaltsentwurf für die Jahre 2027/28 sowie die mittelfristige Planung bis 2030 beschlossen. Im Fokus stehen weiterhin Investitionen in die Modernisierung sowie den Ausbau der Infrastruktur, um das langfristige Wachstumspotenzial zu stärken. So sollen die Investitionen im Kernhaushalt bis 2030 jährlich mehr als EUR 3 Mrd. umfassen. Ein weiterer wesentlicher Aspekt ist die Einhaltung der Vorgaben der Schuldenbremse: Die für die Jahre 2027-2029 erwarteten Fehlbeträge sollen durch Entnahmen aus der allgemeinen Rücklage i.H.v. EUR 1,7 Mrd. ausgeglichen werden. Ab 2030 wird wieder ein ausgeglichener Ergebnisplan angestrebt, wofür nach Angaben des Senats dauerhafte Entlastungen von jährlich EUR 600 Mio. erforderlich sind. Zu diesem Zweck hat der Senat das Haushaltssicherungs- und Konsolidierungskonzept 2030 auf den Weg gebracht. Der Kurs in Hamburg für die kommenden Jahre scheint somit klar: Priorität haben die Begrenzung des Ausgabenwachstums und die Sicherung der Einnahmen. Angesichts der auch in anderen Ländern und Kommunen zu erwartenden rückläufigen Steuereinnahmen dürften zusätzliche Einnahmeausfälle allerdings nur begrenzt kompensierbar sein. Gleichzeitig sieht der Haushaltsentwurf einen Anstieg der Gesamtausgaben auf EUR 23,7 Mrd. im Jahr 2027 und EUR 24,7 Mrd. im Jahr 2028 vor. Um den daraus resultierenden Haushaltsdruck zu begrenzen, ist für die Behörden und Ämter künftig lediglich eine jährliche Aufwandssteigerung von 1,9% vorgesehen, nachdem diese in den vergangenen zehn Jahren durchschnittlich noch 4,6% betragen hatte. Der vom Senat beschlossene Haushaltsentwurf wird nun der Bürgerschaft zur weiteren Beratung zugeleitet.

Thüringen: Maßnahmenpaket soll Haushaltsvollzug im Doppelhaushalt 2026/27 sichern

Angesichts der derzeitigen und für das kommende Jahr absehbaren finanziellen Herausforderungen hat sich das Thüringer Kabinett vergangene Woche auf zwei Maßnahmen verständigt, die die Umsetzung des Doppelhaushalts 2026/27 sicherstellen sollen: Zunächst sollen Verpflichtungsermächtigungen ausgewählter konsumtiver, d.h. nicht-investiver, Ausgabenbereiche teilweise gesperrt werden, sodass im laufenden Jahr keine oder nur eingeschränkt Verpflichtungen für Ausgaben des kommenden Jahres eingegangen werden können. Sollte sich herausstellen, dass diese Maßnahme nicht ausreichend ist, könnte darüber hinaus eine allgemeine Ausgaben Sperre i.H.v. 0,5% der veranschlagten Ausgaben im Jahr 2027 hinzukommen. Diese würde dann auch Investitionen betreffen. Zum Hintergrund: Aus der Mai-Steuerschätzung geht hervor, dass der Freistaat Thüringen (Ticker: THRGN) in den Jahren 2026-2027 Mindereinnahmen von insgesamt EUR 237 Mio. zu erwarten hat. Zusätzlich kommen erhebliche Mehrausgaben aus der Umsetzung der Vorgaben zur verfassungsgemäßen Alimentation im Kontext der Beamtenbesoldung auf den Sub-Sovereign zu. Die aktuell verfügbare Rücklage i.H.v. EUR 343 Mio. würde voraussichtlich nicht ausreichen, um diese zusätzlichen Belastungen auffangen zu können.

Primärmarkt

Vor dem Hintergrund der erneuten Eskalation im Iran-Konflikt am vergangenen Wochenende haben die Emittenten aus dem SSA-Segment ihre Primärmarktaktivitäten in der zweiten Hälfte der betrachteten Handelswoche vorerst eingestellt. In den Tagen zuvor hielt die Dynamik der Vorwoche hingegen an: Den Auftakt machte unmittelbar nach dem Redaktionsschluss unserer letzten Ausgabe zunächst die NRW.BANK (Ticker: NRWBK), die mit einem [Social Bond](#) (10y) auf die Investoren zuing und auf diesem Wege EUR 1 Mrd. (10y) zu ms +27bp (Guidance: ms +28bp area) einsammelte. Für die Transaktion haben wir [emissionsbegleitendes Research](#) veröffentlicht. Aus Deutschland nutzte einen Tag später zudem das Land Rheinland-Pfalz (Ticker: RHIPAL) die Gunst der Stunde und versorgte sich mit EUR 500 Mio. (2y) guidancegemäß zu ms -2bp (Orderbuch: EUR 850 Mio.). Darüber hinaus stillte auch die italienische Mediocredito Centrale – Banca Del Mezzogiorno S.p.A. (Ticker: BNCMCC) ihren Kapitalbedarf mittels [Social Bond](#) und entschied sich bei ihrer Emission ebenfalls für ein Volumen von EUR 500 Mio. (5,5y). Das Pricing erfolgte zu BTPS +50bp, was zum Emissionszeitpunkt umgerechnet etwa ms +89bp entsprach (IPT: BTPS +70bp area, Bid-to-cover-Ratio: 2,0x). Aus Frankreich wagten sich zudem zwei Agencies aus der Deckung: Während die Agence Française de Développement (Ticker: AGFRNC) EUR 1 Mrd. (15y) zu OAT +19bp (Guidance: OAT +21bp area) platzierte (entsprach zu dem Zeitpunkt etwa ms +108bp), sorgte die Action Logement Services (Ticker: ALSFR) mit der Emission eines [Sustainability Bonds](#) im Umfang von EUR 800 Mio. (10y) ebenfalls für Nachschub im ESG-Segment. Der Deal ging zu OAT +25bp über die Bühne, was ungefähr ms +100bp entsprach (Guidance: OAT +27bp area; Orderbuch: EUR 2,6 Mrd.). Das Quartett aus ESG-Emissionen komplettierte schließlich die International Finance Corporation (Ticker: IFC), die erstmals im EUR-Benchmarksegment aktiv war und [grüne](#) EUR 1 Mrd. (7y) zu ms +14bp (Guidance: ms +15bp area; Bid-to-cover-Ratio: 2,7x) platzierte. Die EFSF (Ticker: EFSF) zeigte sich demgegenüber lediglich mit einem Tap ihrer EFSF 3% 07/10/2030 am Primärmarkt und stockte diese um EUR 2,5 Mrd. zu ms +9bp auf (Orderbuch: EUR 5,9 Mrd.). Zu Beginn dieser Woche waren die Blicke außerdem auf die Europäische Union (Ticker: EU) gerichtet, die im Zuge ihrer ersten Anleiheauktion in H2/2026 (vgl. [Fundingplan](#)) drei ihrer Anleihen aufstockte. Unter Berücksichtigung der über die Mehrzuteilungsoption allokierten Mittel wurde das Volumen der 2029er-Anleihe (Kupon: 2,375%) um rund EUR 2,1 Mrd. und das des 2033er-Bonds (Kupon: 3,125%) um knapp EUR 2,9 Mrd. vergrößert, während das 2041er-Wertpapier (Kupon: 0,45%) um EUR 1,4 Mrd. aufgestockt wurde. Die Bid-to-cover-Ratios lagen bei 1,25x bzw. 1,17x sowie 1,33x beim Tap der letztgenannten Anleihe. Angesichts der anhaltenden Unsicherheiten im Zuge des Iran-Konflikts und der damit verbundenen Marktvolatilität dürften die Emittenten aus dem SSA-Segment vorerst an der Seitenlinie verharren. Dementsprechend haben wir derzeit keine Neumandatierungen auf unserem Notizzettel. Wir wünschen all unseren Lesern an dieser Stelle eine erholsame Sommerpause!

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
BNCMCC	Other	09.07.	IT0005723066	5.5y	0.50bn	ms +89bp	- / - / BBB	X
RHIPAL	DE	09.07.	DE000RLP1692	2.0y	0.50bn	ms -2bp	AAA / - / -	-
ALSFR	FR	09.07.	FR0014019WJ9	10.0y	0.80bn	ms +100bp	- / Aa3 / -	X
IFC	SNAT	08.07.	XS3440163569	7.1y	1.00bn	ms +14bp	- / Aaa / AAA	X
AGFRNC	FR	08.07.	FR0014019UO3	15.0y	1.00bn	ms +108bp	A+ / - / A+	-
NRWBK	DE	08.07.	DE000NWB0B24	10.0y	1.00bn	ms +27bp	AAA / - / AA	X

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

Covered Bonds

Der Ratingansatz von Moody's

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

Ratingansatz besteht aus mehrstufigem Prozess

Der Ratingansatz von Moody's besteht aus einem mehrstufigen Prozess, der die regulatorische Bevorzugung von Covered Bonds im Rahmen der Bankenrestrukturierungsrichtlinie (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD) berücksichtigt. Hierbei wird auf das Counterparty Risk Assessment (CR Assessment) referenziert. Dieses berücksichtigt, dass Banken in Jurisdiktionen mit Abwicklungsregimen (z.B. BRRD) – selbst im Falle eines Defaults – operative Funktionen aufrechterhalten und weiter Zahlungsverpflichtungen aus bestimmten Instrumenten nachkommen können, obwohl Einlagen und Senior Unsecured-Verbindlichkeiten Verlusten unterliegen (Stichwort: Bail-in). Das CR Assessment beschreibt somit die Ausfallwahrscheinlichkeit von Instrumenten, für die ein Bail-in weniger wahrscheinlich ist, wie beispielsweise Covered Bonds. Daher kann die Einschätzung des CR Assessment höher ausfallen als das Senior Unsecured Rating (SUR) bzw. das Deposit Rating.

CR Assessment meist höher als Senior Unsecured bzw. Deposit Rating

Die Position des CR Assessment hängt davon ab, zu welchem Grad Bail-in-fähige Fremdkapitalinstrumente vorhanden sind und sonstige Instrumente vor Verlusten schützen. Damit spielt das Vorhandensein und die Ausgestaltung von anwendbaren Insolvenz- bzw. Abwicklungsrichtlinien eine zentrale Rolle. Darüber hinaus wird ein potenzieller Support durch den Staat bzw. den Regulator berücksichtigt.

Zusätzlicher Notch Uplift für die EU, UK, Norwegen und die Schweiz

Da Covered Bonds grundsätzlich zu den bevorzugten Instrumenten gehören, deren Ausfallwahrscheinlichkeit im Abwicklungsfall geringer ist als für unbesicherte Instrumente, verwendet Moody's nun typischerweise das CR Assessment als Ankerpunkt zur Bestimmung des Covered Bond-Ratings. Für Länder der EU, UK und Norwegen kann der Ankerpunkt bei gesetzesbasierten Covered Bonds zusätzlich einen Notch oberhalb des CR Assessment liegen. Zentrale Voraussetzung ist hierbei, dass die Jurisdiktion über ein entsprechendes Abwicklungsregime verfügt, welches Emittenten oder den Rechtsnachfolgern ermöglicht, Covered Bonds weiterhin ordnungsgemäß zu bedienen. Weiterhin hält Moody's ein Eingreifen des Staates bzw. der Regulatoren zur Aufrechterhaltung des Covered Bond-Marktes aufgrund dessen langer Historie und Relevanz im Notfall für wahrscheinlich. In der Schweiz kann der Anchor auch um mehr als einen Notch über dem CR Assessment liegen.

Betrachtung der Bonität des Emittenten sowie des Wertes des Cover Pools

Moody's betrachtet in ihrem Ratingansatz sowohl die Bonität des Emittenten im Rahmen des Covered Bond-Ankerpunktes als auch den Wert des Cover Pools nach Ausfall des Instituts. Hierzu wird die Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten aus dem CR Assessment abgeleitet und mit den zu erwartenden Verlusten aus dem Cover Pool bei Insolvenz des Emittenten verknüpft. Moody's verwendet dabei die Zahlungsströme aus den Deckungswerten (unter Einbeziehung von Kredit- und Marktrisiken), die zur Rückzahlung der ausstehenden Covered Bonds zur Verfügung stehen. Für verschiedene Szenarien werden die zukünftigen Zahlungsströme ermittelt und für jedes Szenario ein Verlust für den Investor berechnet. Die Verluste in den einzelnen Szenarien werden wahrscheinlichkeitsgewichtet addiert und ergeben den erwarteten Verlust (Expected Loss).

TPI als limitierender Faktor

Das diesem Expected Loss entsprechende Rating kann jedoch durch das sog. TPI Framework (Timely Payment Indicator) begrenzt werden. Der TPI ist ein Gradmesser für die erwartete Wahrscheinlichkeit der fristgerechten Bedienung der Covered Bond-Gläubiger bei Zahlungsausfall des Emittenten. Der TPI kann sechs Ausprägungen annehmen, die von „Very Improbable“ (sehr unwahrscheinlich) bis „Very High“ (sehr hoch) reichen. Je positiver die TPI Einschätzung, desto höher kann der Abstand zwischen Covered Bond-Ankerpunkt und Covered Bond-Rating sein. Dabei beschreibt ein TPI der Ausprägung „Very High“, dass – mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% und mehr – selbst im Falle eines Ausfalls des Emittenten die aus der Emission des CBs resultierenden Zahlungsverpflichtungen fristgerecht bedient werden können. Die Einstufung eines Covered Bond-Programms wird von einer Reihe von Faktoren beeinflusst. Dazu zählen u.a. qualitative Aspekte der Deckungswerte und des Covered Bond-Programms, aber auch gesetzliche Grundlagen bzw. die vertragliche Ausgestaltung eines Programms. Hinzu kommen weitere Aspekte wie die aufsichtsrechtliche Qualität in einer Jurisdiktion, die Staatsbonität sowie die Reife und Tiefe eines Marktes. Zusammen mit dem Covered Bond-Ankerpunkt bestimmt der TPI das für die jeweiligen Covered Bonds maximal erreichbare Rating.

Lösung vom TPI möglich

In der Methodik legt Moody's auch dar, unter welchen Umständen eine Loslösung des Covered Bond Ratings vom TPI-Ansatz möglich ist und damit ein Rating, das nicht mehr von diesen Vorgaben begrenzt wird. Die Ratingagentur gibt vor allem zwei Gründe für die Anwendung des TPI Framework an. Zum einen das Refinanzierungsrisiko, das aus einer Hard- oder Soft Bullet-Struktur resultieren kann und zum anderen die Risiken, die aus den Funktionen des Emittenten für die Deckungsmasse entstehen können. Eine Möglichkeit, um die Refinanzierungsrisiken zu begrenzen wäre die Verwendung von Pass-Through- oder Conditional Pass-Through-Strukturen. Diese können jedoch nur dann zur Reduktion des Refinanzierungsrisikos beitragen, wenn sie hinreichend robust sind. Im Fokus stehen dabei insbesondere das Exposure der Investoren gegenüber operationellen Risiken sowie Risiken im Zusammenhang mit dem Cashflow-Management.

Moody's identifiziert verschiedene Risikoarten

Im Rahmen der Berechnung der erwarteten Verluste im Cover Pool nach Insolvenz des Emittenten werden von Moody's verschiedene Risikoarten identifiziert. Dazu zählen insbesondere die Qualität des Deckungsstocks, mögliche Refinanzierungsrisiken sowie Zins- und Währungsrisiken. Für die Bewertung der Kreditqualität im Cover Pool verwenden die Ratingexperten von Moody's den Collateral Score als Kennziffer. Dieser Maßstab zeigt den Verlust in Prozent an, der im Zuge der Insolvenz des Emittenten aufgrund von Kreditausfällen im Cover Pool zu erwarten wäre. Je niedriger der ermittelte Collateral Score ausfällt, desto höher ist die Kreditqualität der Deckungswerte. Dazu bewertet Moody's die Kreditrisiken anhand separater Modelle für die einzelnen Sicherheitenarten wie Eigenheimfinanzierungen oder Finanzierungen der öffentlichen Hand. In Abhängigkeit vom Emittentenrating und Covered Bond-Rating werden Abschläge von bis zu 50% auf die Kreditrisiken vorgenommen und es ergibt sich das sog. Collateral Risk. Als Hauptgründe für die Anwendung dieses Abschlags führt Moody's die zu erwartende Unterstützung des Programms durch den Emittenten sowie die Berücksichtigung des zusätzlichen Schutzes durch das doppelte Rückgriffsrecht der Investoren an. Weiterhin wird durch die Abschläge der Markterfahrung Rechnung getragen, dass Emittenten die Qualität der Deckungsmasse üblicherweise sichern, indem sie notleidende bzw. wertgeminderte Aktiva zurücknehmen oder erforderlichenfalls zusätzliche Deckungswerte zur Deckungsmasse hinzufügen.

Refinanzierungsrisiko durch Unterschiede im Fälligkeitsprofil

Ein Refinanzierungsrisiko liegt laut Moody's dann vor, wenn es Unterschiede im Fälligkeitsprofil von Deckungswerten und Covered Bonds gibt. Um die fristgerechte Bedienung der Gläubiger zu gewährleisten, muss unter Umständen neben den Zahlungsströmen aus den Deckungswerten zusätzlich Liquidität generiert werden. Dies kann durch Veräußerungen von Assets oder durch Zwischenfinanzierungen erreicht werden. Dabei können abhängig von den Risikoaufschlägen (Refinancing Margins) Verluste entstehen, die den Cover Pool negativ beeinflussen. Das Refinanzierungsrisiko wird auf Basis von drei Faktoren modelliert: (i) dem Teil der Deckungsmasse, für den aufgrund von Laufzeiteninkongruenzen eine Zwischenfinanzierung erforderlich ist; (ii) die durchschnittliche Laufzeit des Finanzierungsbedarfs und (iii) der angenommenen Margin. Als weitere Risiken kommen Zinsänderungs- und Wechselkursrisiken zum Tragen, die sich aus Inkongruenzen von in Deckung befindlichen Assets und ausstehenden Covered Bonds ergeben.

Zinsänderungs- und Wechselkursrisiken ergeben das Marktrisiko

Moody's verwendet für die Ermittlung von Zinsänderungs- und Wechselkursrisiken nach Insolvenz des Emittenten standardisierte Annahmen zur Volatilität der Zinssätze und Wechselkurse. Das Refinanzierungsrisiko sowie die Zinsänderungs- und Wechselkursrisiken zusammen ergeben das Marktrisiko. Die Addition der Marktrisiken und des Collateral Risk ergibt die Cover Pool Losses als Summe aller Risikokomponenten. Die Cover Pool Losses ergeben beim Moody's-Ansatz gemeinsam mit dem Übersicherungsniveau (der OC) sowie der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten (Wahrscheinlichkeit des Anchor Events) einen Expected Loss. Der Expected Loss bestimmt schließlich das Covered Bond-Rating. Bei bestehenden Ratings werden im Rahmen des Monitorings für die jeweiligen Covered Bonds die niedrigsten OCs berechnet, bei denen das jeweilige Zielrating gerade noch erreicht wird. Das finale Ergebnis der Ratinganalyse ist das niedrigere der Ergebnisse aus Expected Loss Analyse und TPI Analyse.

Weitere Ratingüberlegungen im Ratingprozess: Country Ceiling und ESG-Faktoren

Im Analyseprozess zur Raterstellung berücksichtigt Moody's außerdem weitere relevante Einflussfaktoren. Zu diesen Faktoren zählt insbesondere das Länderrisiko (Country Risk). Dieses Risiko wird ausgehend vom Sitzland des Cover Pools bzw. des Emittenten auf Basis der ökonomischen, rechtlichen und politischen Lage abgeleitet. In Übereinstimmung mit der Raterstellung für Staaten und die daraus abgeleitete Ratingobergrenze (Sovereign Ceiling Methodology) kann es auch zu Deckelungen beim Covered Bond-Rating kommen. Auch Überlegungen mit Blick auf ESG-Faktoren nehmen im Bedarfsfall Einfluss auf die Beurteilung von Covered Bonds. Der Ratingausschuss stützt sich dabei auf die sektorübergreifenden Methodologien zur Bewertung von ESG-Faktoren.

SSA/Public Issuers

Pensionsverpflichtungen als Belastung für die Länderfinanzen

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

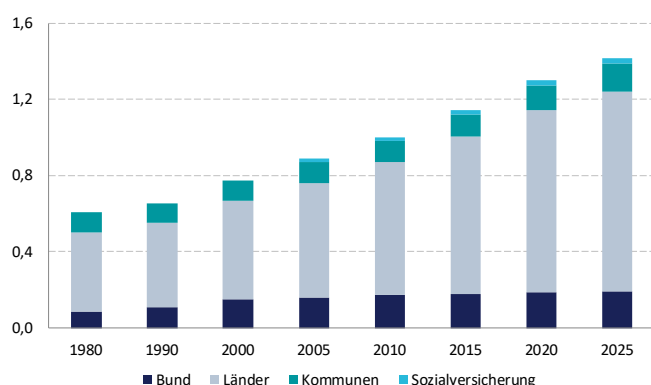
Pensionsverpflichtungen als zunehmende Herausforderung für die Länderfinanzen

Im Rahmen unseres *Issuer Guide – Deutsche Länder*, dessen 13. Auflage demnächst erscheinen wird, betrachten wir jährlich die finanzielle Lage der 16 Bundesländer. In diesem Kontext zeigt sich seit Jahren, dass insbesondere die Pensionsverpflichtungen die Haushaltssituation der deutschen Sub-Sovereigns maßgeblich prägen und in Zukunft immer stärker belasten werden. Denn anders als das umlagefinanzierte Rentensystem für Angestellte werden die Versorgungsleistungen für Beamte als Teil der Personalkosten aus dem laufenden Haushalt finanziert. Wesentliche Gründe für die (stetig) wachsenden Versorgungsausgaben sind eine steigende Lebenserwartung, die wachsende Anzahl an Pensionären sowie stetig höhere Durchschnittspensionen. Erst seit 1999 begannen Bund und Länder gem. §14a Abs. 1 BBesG Versorgungsrücklagen zu bilden, welche ab 2017 aufgrund der höchsten erwarteten Belastung (sog. „Pensionslawine“) in den folgenden 15 Jahren wieder aufgelöst werden sollen (§7 VersRücklG). Unterschiede bestehen sowohl in der Anlagenart als auch in der Rücklagenpolitik. So setzten einige Länder bereits seit 2003 die Zahlungen für eine Versorgungsrücklage aus, andere wiederum nutzen ihre Pensionsfonds gleichzeitig als Kreditgeber für den Haushalt. Während dies aus unserer Sicht eine unzureichende bzw. nur bedingt nachhaltige Vorsorge darstellt, bilden andere Länder zusätzliche Rücklagen über staatliche Versorgungs- oder Pensionsfonds, die über die gesetzlich vorgeschriebene Vorsorge hinausgehen.

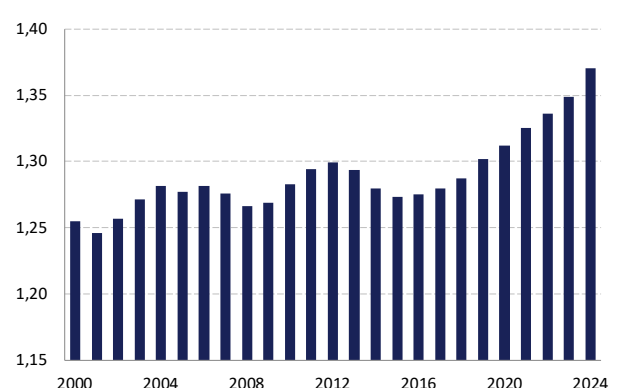
Zahl der pensionierten Beamten, Richter und Berufssoldaten wächst

Die Zahl der Versorgungsempfänger, d.h. pensionierte Beamte, Richter und Berufssoldaten sowie ihre Hinterbliebenen, ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich gestiegen. Ein Grund ist der ab den 1960er-Jahren erfolgte Personalaufbau bei der Polizei sowie in Hochschulen und Schulen. Insbesondere in den 1970er- und 1980er-Jahren wurden als Reaktion auf die steigenden Schülerzahlen zahlreiche Lehrkräfte verbeamtet, die nun nach und nach in den Ruhestand gehen. So lag die Zahl der Versorgungsempfänger Anfang 2025 bei rund 1,8 Mio. (+0,8% Y/Y), was etwa dem Anderthalbfachen des Wertes von 1995 entspricht. Dabei entfällt der mit Abstand größte Anteil (58%) auf Versorgungsempfänger der Länder, während jener für Versorgungsempfänger des Bundes bei 32% liegt.

Anzahl der Versorgungsempfänger (in Mio.)



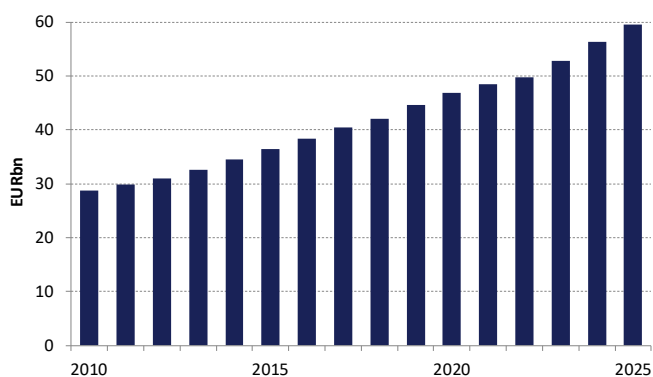
Anzahl von Beamten auf Ebene der Länder (in Mio.)



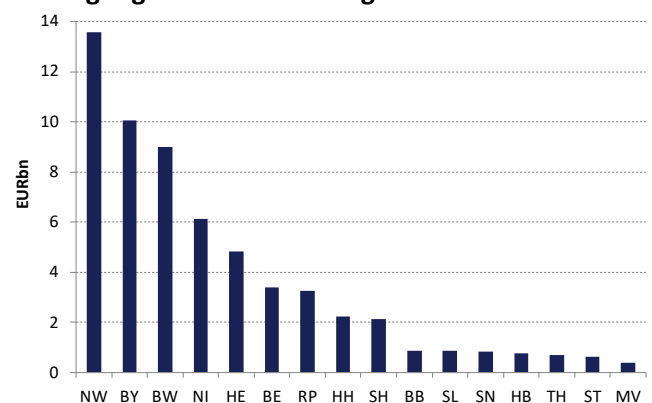
Versorgungs- und Beihilfeausgaben sind in vielen Ländern bedeutende Ausgabeposten

Im Vergleich zu 2016 sind die Versorgungs- und Beihilfeausgaben der Ländergesamtheit bis 2025 um +55% gewachsen, wobei allein im Haushaltsjahr 2025 ein Anstieg um +5,6% Y/Y (Vorjahr: +6,9% Y/Y) registriert werden konnte. Insgesamt wurden im Gesamtjahr 2025 EUR 59,6 Mrd. von allen Ländern für diese Position aufgewendet (2024: EUR 56,4 Mrd.). Dies entsprach etwa 11,1% der Gesamtausgaben, womit die Pensionszahlungen denselben Anteil an den Länderhaushalten ausmachten wie Investitionen. In Zukunft dürften die Belastungen zudem weiter steigen, da nach und nach der Großteil der geburtenstarken Jahrgänge von 1955 bis 1969 zu Versorgungsberechtigten wird.

Entwicklung der Versorgungs- und Beihilfeausgaben



Versorgungs- und Beihilfeausgaben in 2025



Quelle: Bundesfinanzministerium, NORD/LB Floor Research

Geringe(re) Versorgungsausgaben in Ostdeutschland

Der Anteil der Versorgungsausgaben an den Gesamtausgaben war im vergangenen Jahr im Saarland und in Niedersachsen mit 13,6% am höchsten, aber auch Baden-Württemberg, Nordrhein-Westfalen und Rheinland-Pfalz weisen in dieser Hinsicht Werte von mindestens 13% auf. Zudem fällt auf, dass die Pensionsverpflichtungen in den ostdeutschen Bundesländern im Zeitverlauf einen kontinuierlich gestiegenen Anteil an den gesamten Ausgaben der Sub-Sovereigns ausmachten. Waren es bspw. im Jahr 2010 noch 1,3%, stieg der Anteil mittlerweile bis auf 4,2% im Jahr 2025 (2024: 3,9%). Nichtsdestoweniger bewegt sich dieses Verhältnis nach wie vor deutlich unter den Aufwendungen, welche die westdeutschen Länder zu leisten haben. In den westlichen Flächenländern lag der Anteil der Pensionszahlungen an den Gesamtausgaben in den vergangenen Jahren stets zwischen 12-13%, wobei der Anteil über die vergangenen drei Jahre hinweg jeweils gestiegen ist. Bei Betrachtung der Versorgungsausgaben im Verhältnis zur Einwohnerzahl verbuchten traditionell die Stadtstaaten Hamburg und Bremen die höchsten Aufwendungen. Mit EUR 1.198 je Einwohner waren diese z.B. in Hamburg knapp sechsmal so hoch wie in Sachsen (EUR 208). Begründen lassen sich die verhältnismäßig hohen Ausgaben durch die Funktion und Struktur als Stadtstaaten, was sich sowohl in überdurchschnittlich hohen Personalausgaben als auch der höheren Gewichtung ihrer Einwohnerzahl (Faktor: 1,35) bei der Berechnung des Länderfinanzausgleichs widerspiegelt.

Reformversuche beim Rentensystem: Viel Stückwerk, aber kein großer Wurf

Die Erkenntnis, dass die deutsche Gesellschaft altert, das Rentensystem in seiner derzeitigen Ausgestaltung an seine Grenzen stößt und auf Dauer kaum tragfähig ist, ist seit Jahrzehnten ein offenes Geheimnis. Das Thema Rente ist daher regelmäßig Gegenstand hitziger politischer Debatten und großspuriger Reformversprechen – und dennoch gelang es in der Vergangenheit nur bedingt, das Rentensystem auf zukunftsfähige Beine zu stellen. Statt einer umfassenden Reform wurden in der (jüngeren) Vergangenheit eher punktuelle Anpassungen vorgenommen, die allerdings mehr Stückwerk und Kompromiss als tiefgreifende Neuordnung waren. Strukturelle Reformen scheiterten in der Vergangenheit in aller Regelmäßigkeit an fehlendem politischen Durchsetzungswillen aus Sorge vor Stimmenverlusten und sich gegenseitig ausschließenden Partikularinteressen. Der Handlungsdruck aber wächst stetig: Immer weniger Erwerbstätige finanzieren die Renten von immer mehr älteren Menschen. Inzwischen ist jede zweite Person in Deutschland älter als 45 Jahre und jede fünfte Person älter als 66 Jahre – bei gleichzeitig steigender Lebenserwartung sowie rückläufiger Geburtenrate. Heute stehen einem Altersrentner nur noch rund zwei Beitragszahler gegenüber, 1973 waren dies noch vier bzw. 1988 drei. Dadurch steigen die finanziellen Belastungen für das System – sowohl für Beitragszahlerinnen und Beitragszahler als auch für den Staat.

Gelingt der Bundesregierung die längst überfällige strukturelle Rentenreform?

Nachdem die Bundesregierung im vergangenen Jahr mit dem „Rentenpaket 2025“ Teile des Koalitionsvertrags – wie z.B. die Absicherung des Rentenniveaus bei 48% bis zum Jahr 2031 sowie die Einführung der Mütterrente und der Aktivrente – umgesetzt hatte, hat die von der Bundesregierung zusammengestellte Alterssicherungskommission Ende Juni 2026 ihre Vorschläge für eine Rentenreform vorgestellt. Diese sollen „eine verlässliche Absicherung im Alter gewährleisten, ohne die Beitragszahlenden sowie den Bundeshaushalt dauerhaft zu überfordern“. Konkret wurden [33 Empfehlungen](#) formuliert, deren politische Umsetzung in Teilen unbequem werden könnte, nach unserem Dafürhalten aber in vielen Punkten in die richtige Richtung geht: Beispielsweise empfiehlt die Kommission, die Regelaltersgrenze für den Renteneintritt nach 2031 anteilig an die Lebenserwartung zu koppeln, die Abschaffung des abschlagsfreien Renteneintritts für besonders langjährige Versicherte sowie die grundsätzliche Stärkung kapitalgedeckter Elemente in der Alterssicherung. Zusätzlich sieht der Vorschlag in diesem Zusammenhang auch die Einführung einer obligatorischen kapitalgedeckten Rentenkomponente nach schwedischem Vorbild vor. Bezogen auf die Basis der Beitragszahler zeichnet die Kommission das Idealbild, dass perspektivisch u.a. auch Selbstständige, Beamte und Abgeordnete in den Kreis der Pflichtversicherten einbezogen werden – auch wenn dieses „in absehbarer Zeit womöglich schwer zu erreichen sein“ werde. Der (kurzfristig) größte Hebel dürfte aus unserer Sicht die Wiedereinsetzung und moderate Erhöhung des Nachhaltigkeitsfaktors sein, der die Lasten der demografischen Alterung ausgewogener als bisher zwischen Rentnern und Beitragszahlern verteilen und damit die Anpassung der Renten an die Lohnentwicklung dämpfen soll. Nun aber beginnt erst einmal der parlamentarische Prozess – und es bleibt abzuwarten, welche der Empfehlungen tatsächlich umgesetzt werden können und welche an der politischen Realität scheitern. Wirtschafts- und Interessenverbände, Gewerkschaften und Teile der Opposition haben sich bereits zu Wort gemeldet und die Pläne kritisiert – das politische Ringen ist also eröffnet. Bisher stellen die Empfehlungen der Alterssicherungskommission lediglich Vorschläge dar, besitzen jedoch keine Gesetzeskraft. Hoffnung aber macht, dass die Bundesregierung plant, alle 33 Empfehlungen vollumfänglich umsetzen zu wollen. Ziel der Bundesregierung ist es, das Gesetzgebungsverfahren zur Rentenreform bis Ende 2026 abzuschließen. Nach der Sommerpause soll die erste Beratung im Bundestag stattfinden.

Rentenreform: Gesetzgebungsverfahren soll bis Ende 2026 abgeschlossen sein

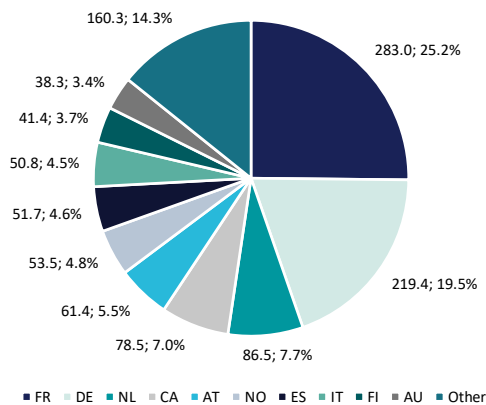
Der Gesetzgebungsprozess kann sich je nach Komplexität und politischer Brisanz allerdings in die Länge ziehen und 5-6 Monate dauern: Zunächst ist die Gesetzesvorlage der Bundesregierung dem Bundesrat zur Stellungnahme zuzuleiten, der das Recht hat, sich vor dem Bundestag zu dem Gesetzesentwurf zu äußern. Dafür hat der Bundesrat sechs Wochen Zeit, ehe der Gesetzesentwurf – ggf. gemeinsam mit der Stellungnahme des Bundesrates sowie einer Gegenäußerung der Bundesregierung – in den Bundestag eingebracht wird. Im Bundestag werden die Gesetzesinitiativen (grundsätzlich) in drei Lesungen behandelt. Zwischen der ersten und zweiten bzw. dritten Lesung werden diese zudem in den Bundestagsausschüssen im Detail beraten. Die dritte Lesung endet mit der Schlussabstimmung. Findet der Gesetzesbeschluss die notwendige Mehrheit, wird dieser erneut dem Bundesrat zugeleitet. Bei zustimmungsbedürftigen Gesetzen wie der Rentenreform ist dessen Zustimmung erforderlich. Bleibt diese aus, kann ein Vermittlungsausschuss einberufen werden, um einen Kompromiss auszuarbeiten, der von Bundestag und Bundesrat mitgetragen wird. Stimmen beide diesem zu, gilt das Gesetz als verabschiedet. Abschließend wird das Gesetz vom Bundespräsidenten unterzeichnet und im Bundesgesetzblatt veröffentlicht.

Kommentar

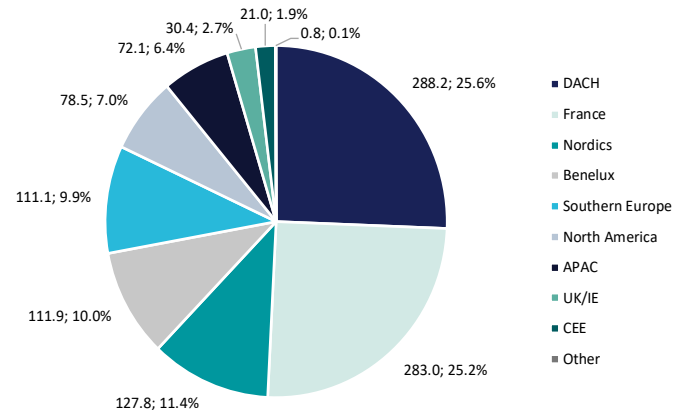
Die Pensionsverbindlichkeiten der Länder stellen bereits seit Jahren bedeutende Ausgabe-positionen dar. Speziell in den westdeutschen Ländern bedingen sie eine deutlich geringere Haushaltsflexibilität. Zukünftig werden die Belastungen weiter steigen. Aus unserer Sicht sind die ostdeutschen Länder hier klar im Vorteil, da die sich daraus ergebenden Herausforderungen geringer ausfallen, wenngleich dieser Vorteil im weiteren Zeitverlauf leicht abebben dürfte und eine weitere Annäherung der anteiligen Pensionszahlungen am Haushalt an das westdeutsche Niveau zu erwarten ist. In den kommenden Jahren rechnen wir mit einem weiteren Anstieg der Zahlungen, sodass nach unserem Dafürhalten die Einnahmen weiter gesteigert oder die Ausgaben gekürzt werden müssen, um zumindest keine Verschlechterung der Finanzierungssalden vorzuweisen. Insbesondere in Verbindung mit den ebenfalls gestiegenen Zinsausgaben angesichts der wachsenden Verschuldung dürften die Länderhaushalte damit weiterhin strapaziert bleiben. Umso wichtiger dürften strukturelle Reformen sein: Eine vollständige Umsetzung der in Aussicht gestellten Vorschläge zur Rentenreform wäre u.E. ein Schritt in die richtige Richtung und dürfte die Haushaltslage im Bund mittel- bis langfristig zumindest in Teilen entlasten. Zu betonen ist allerdings, dass Reformen ihre Wirkung häufig erst über lange Zeiträume hinweg entfalten und daher nicht mit einer kurzfristigen Verbesserung zu rechnen ist. Zudem könnten einzelne Maßnahmen in ihrer Ausgestaltung möglicherweise noch immer nicht weitreichend genug sein, um die langfristige Tragfähigkeit des Generationenvertrags sicherzustellen. Das mit Blick auf die Pensionslasten der Länder wichtigste Ergebnis des Reformvorschlags ist, dass die Kommission auf eine Empfehlung zur oftmals geforderten Eingliederung von Beamten in die gesetzliche Rentenversicherung verzichtet, obwohl diese Teil des von der Kommission gezeichneten „Idealbildes“ ist. Um die Belastung der öffentlichen Haushalte durch die Beamtenpensionen künftig dennoch zu verringern, empfiehlt die Kommission, die Zahl der zukünftigen Verbeamtungen deutlich zu begrenzen und auf originäre hoheitliche Aufgaben einzuschränken. Außerdem sollten sich Bund und Länder verpflichten, bei weiterhin vorgenommenen Verbeamtungen ausreichende Rücklagen für die späteren Pensionen zu bilden. Ob damit der große Wurf im Hinblick auf die Entlastung der Länderhaushalte gelingt, bleibt aus unserer Sicht fraglich, zumal sich die Änderungen bei der Verbeamtung erst in Jahrzehnten materialisieren würden. Zuversichtlicher stimmt hingegen der Vorschlag, dass die Reformen der gesetzlichen Rentenversicherung künftig „wirkungsgleich“ auf die Beamtenversorgung übertragen werden sollten.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



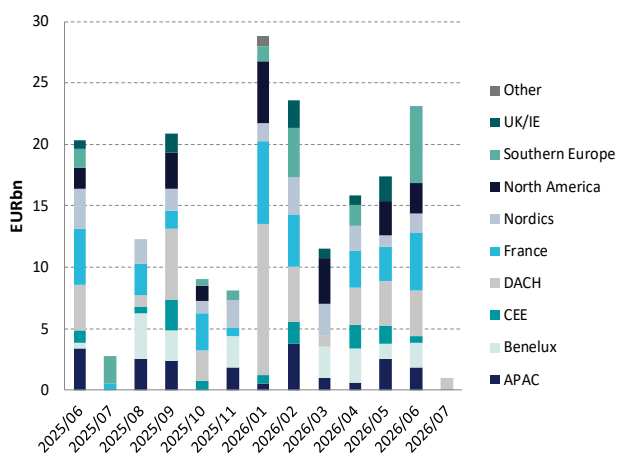
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



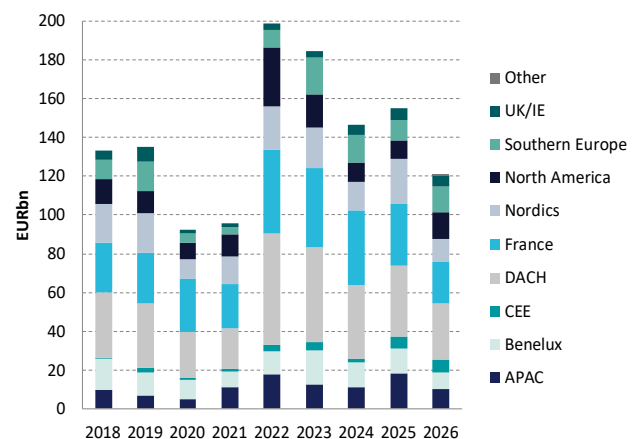
Top 10-Jurisdiktionen

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	283.0	278	41	0.97	9.0	4.2	1.87
2	DE	219.4	304	51	0.68	7.8	3.6	1.89
3	NL	86.5	85	5	0.96	10.1	5.1	1.71
4	CA	78.5	63	1	1.23	5.6	2.4	1.97
5	AT	61.4	101	5	0.60	8.2	3.4	1.72
6	NO	53.5	63	13	0.85	7.0	3.1	1.63
7	ES	51.7	47	4	1.00	9.5	3.2	2.33
8	IT	50.8	64	6	0.75	7.8	3.6	2.31
9	FI	41.4	51	5	0.80	6.5	2.9	2.13
10	AU	38.3	39	0	0.98	7.1	3.5	2.20

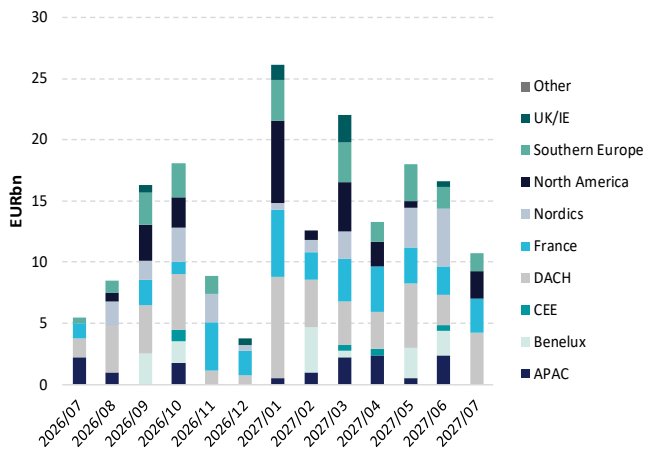
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



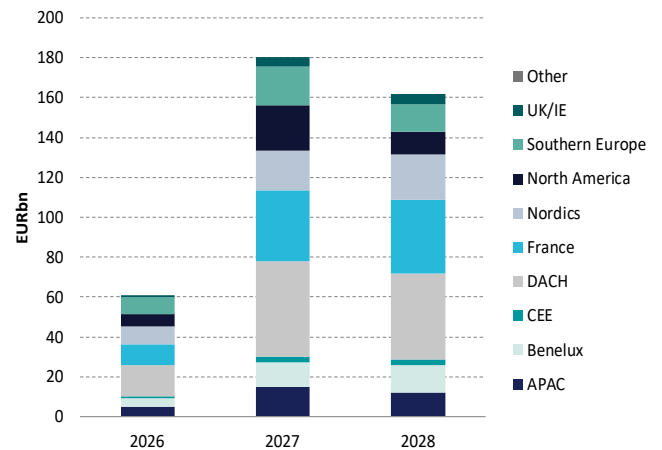
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



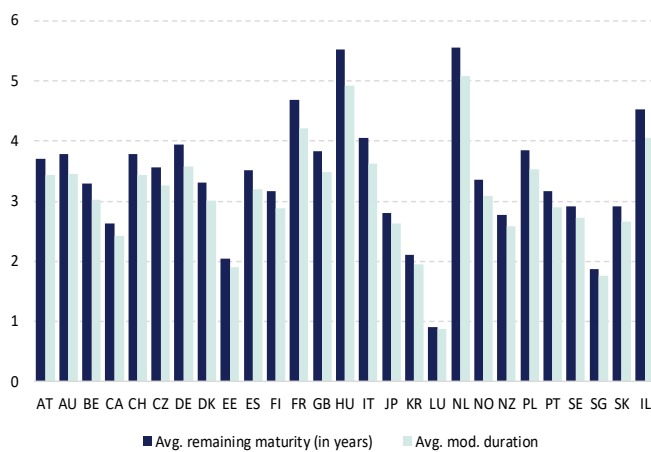
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



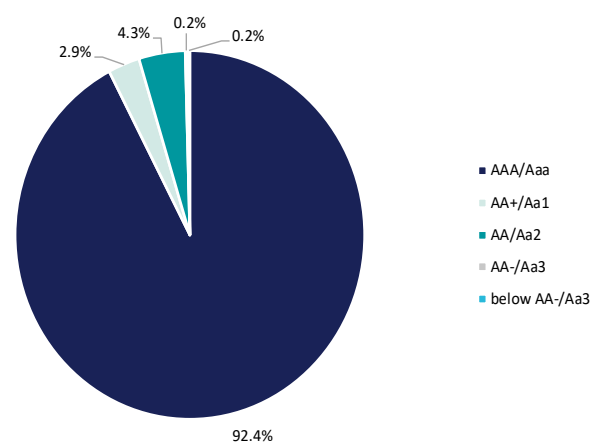
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



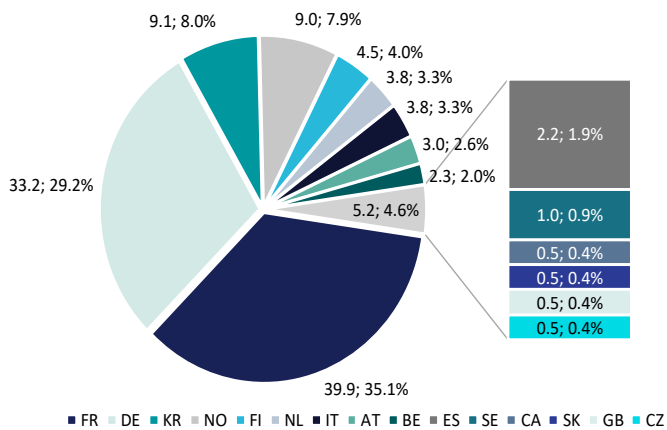
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



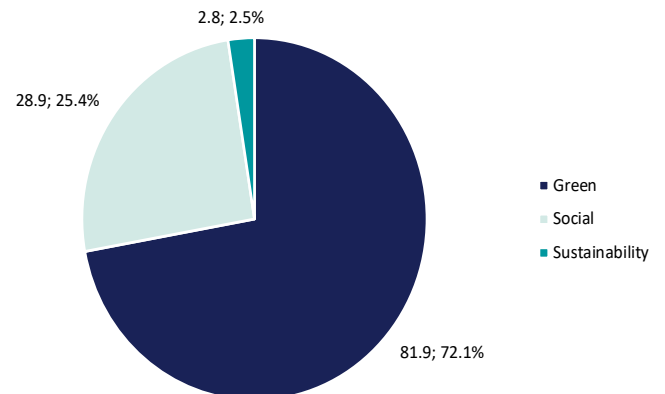
Ratingverteilung (volumengewichtet)



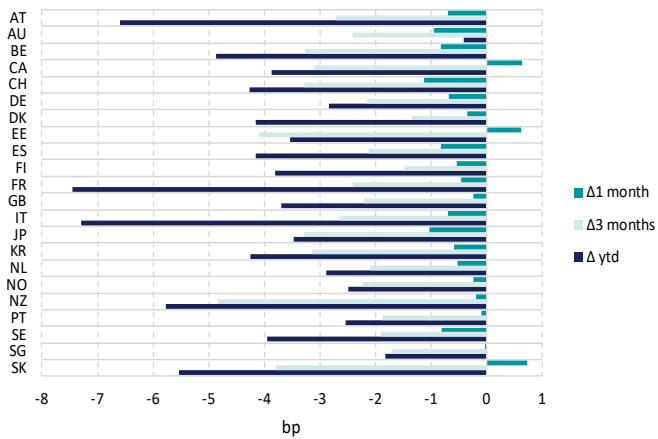
EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)



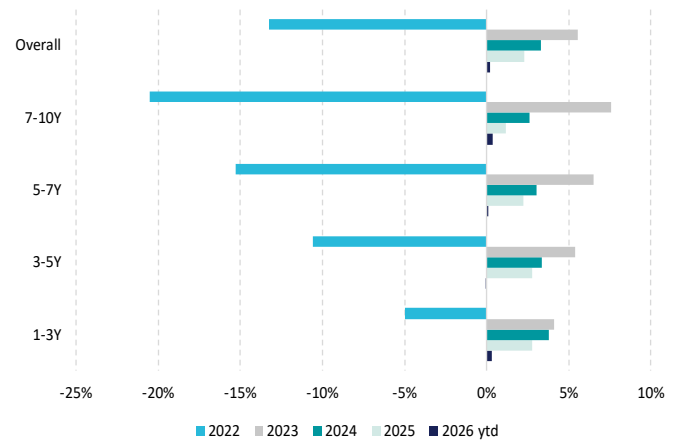
EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)



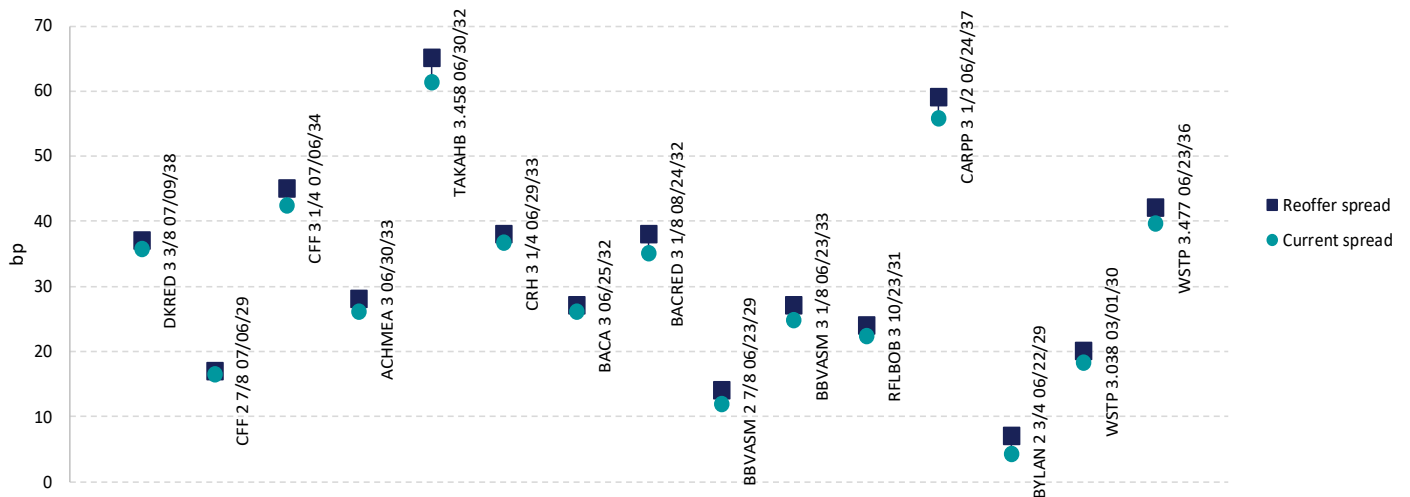
Spreadveränderung nach Land



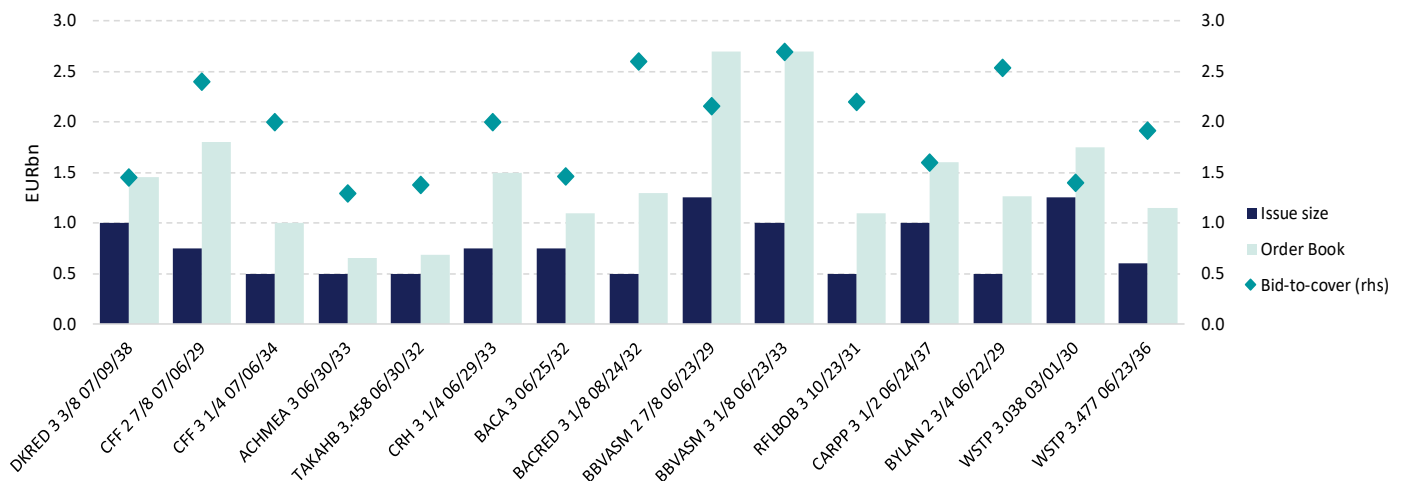
Covered Bond Performance (Total Return)

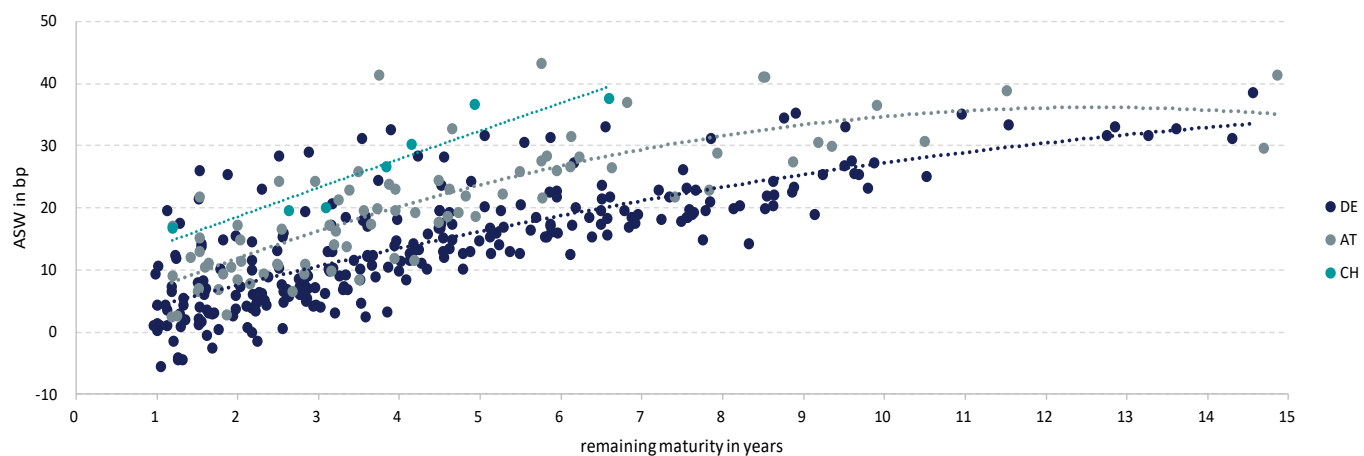
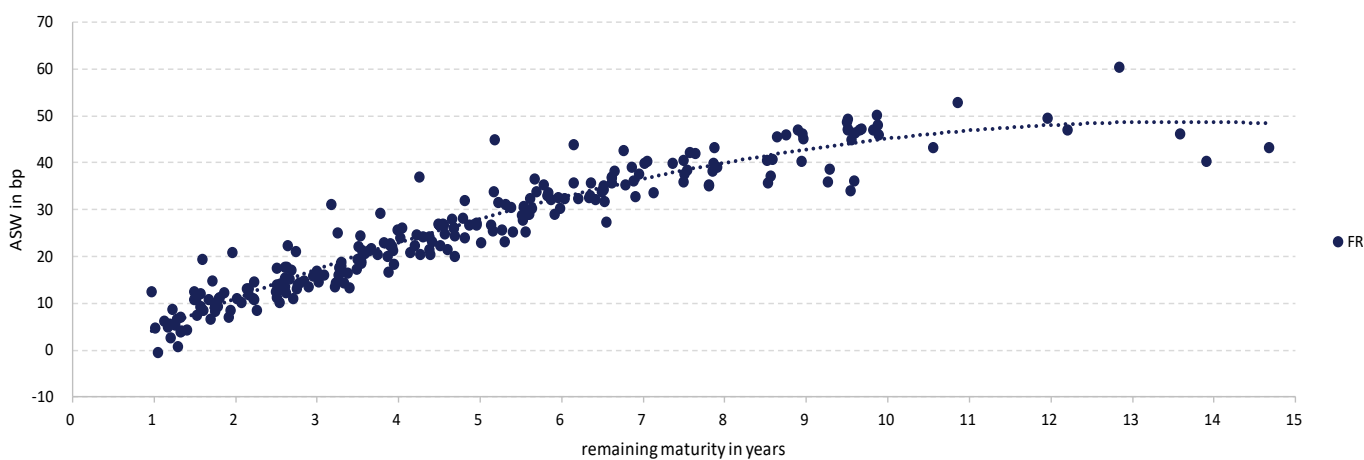
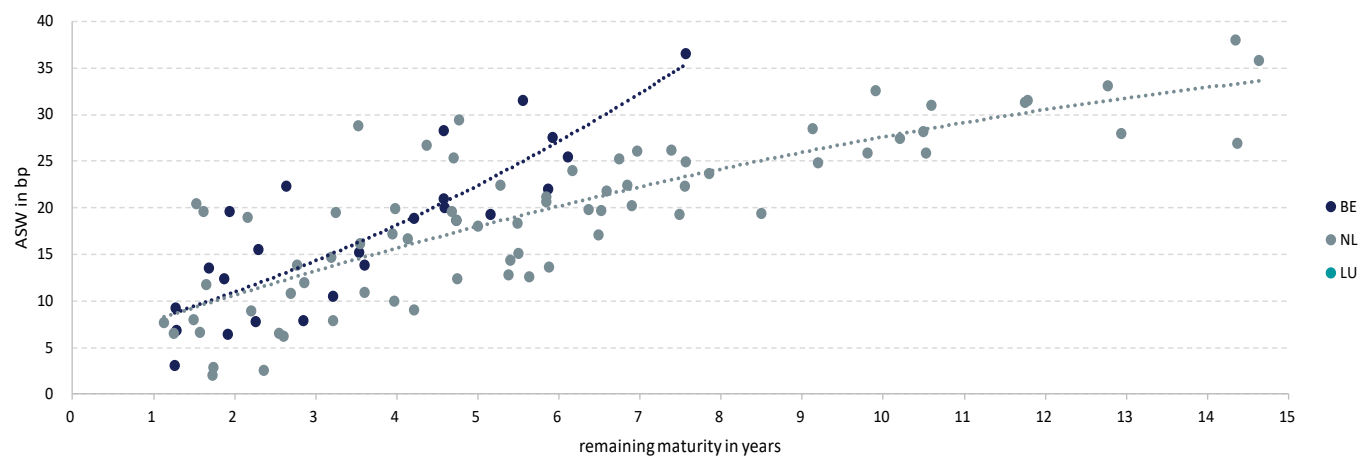


Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

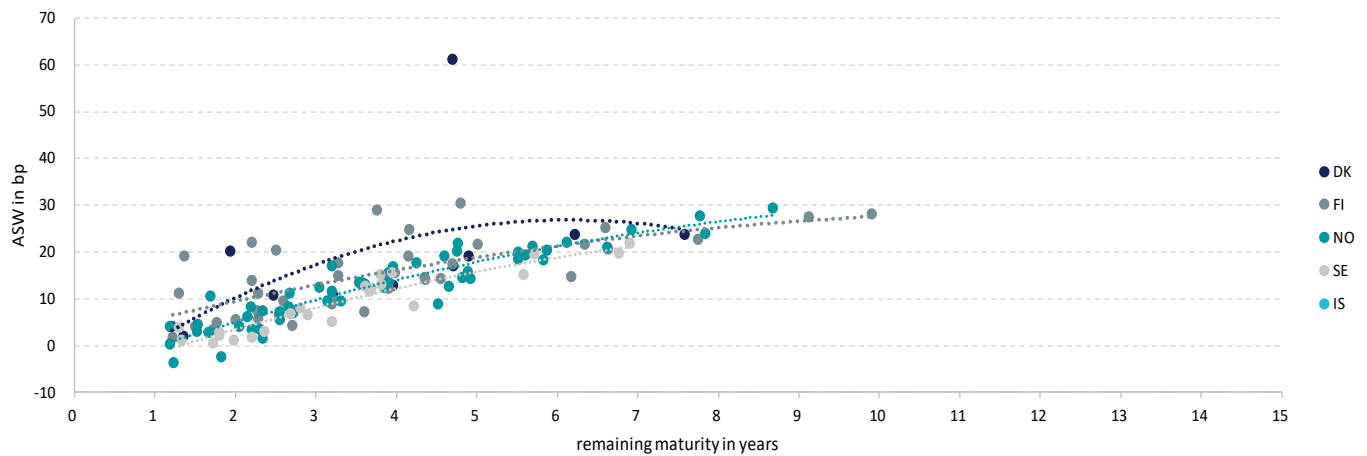


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

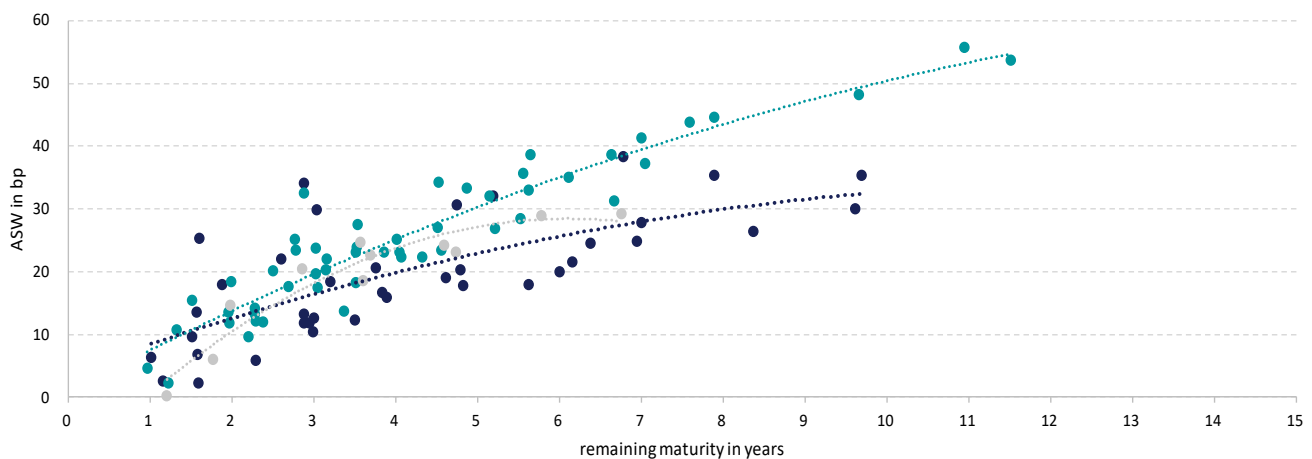


Spreadübersicht¹DACH   France Benelux   

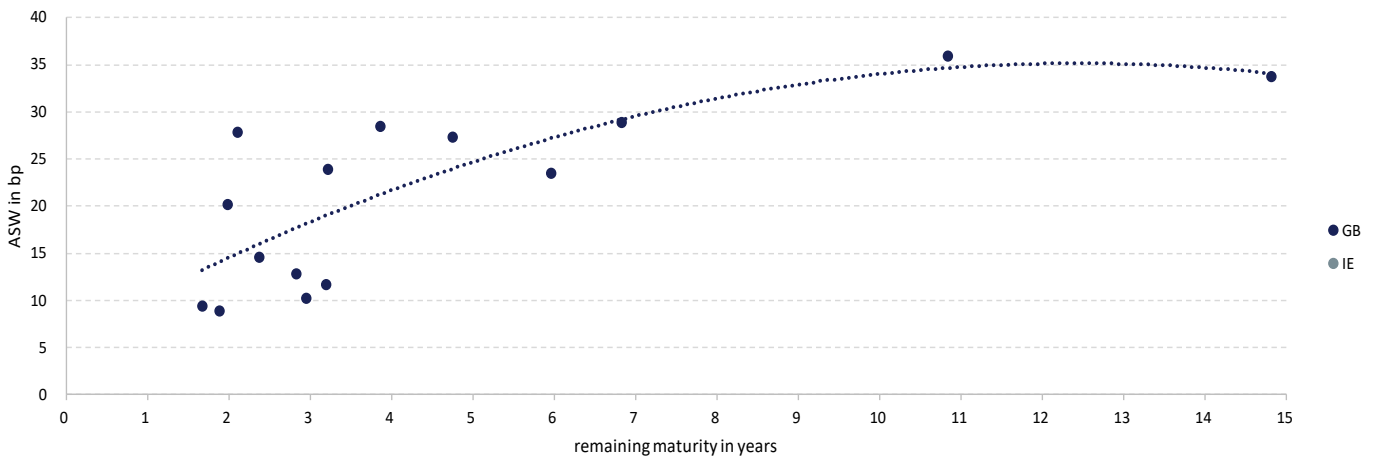
Nordics 🇩🇰 🇸🇪 🇳🇴 🇫🇮 🇮🇸



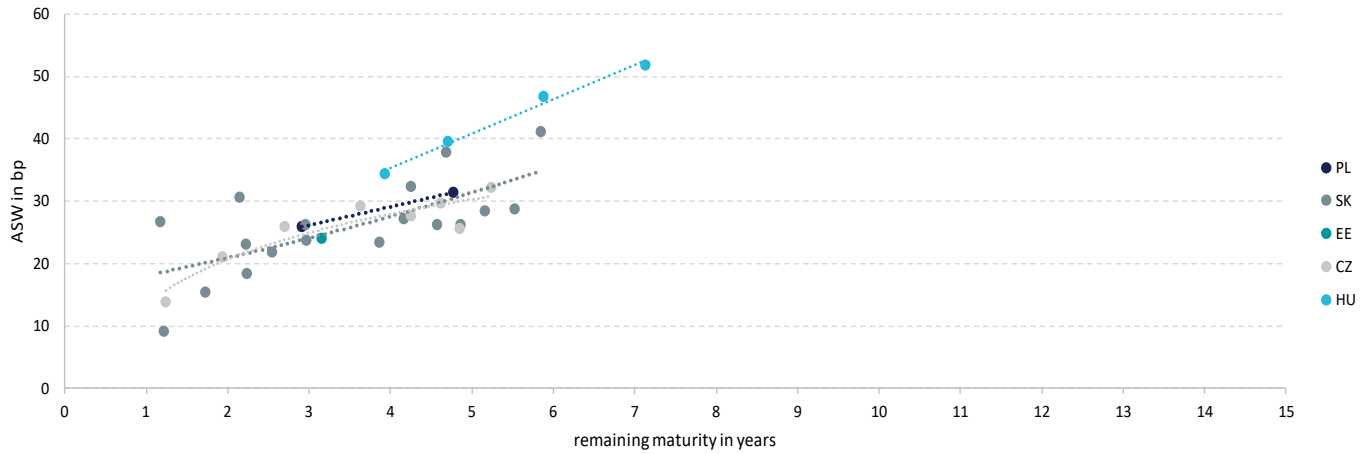
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



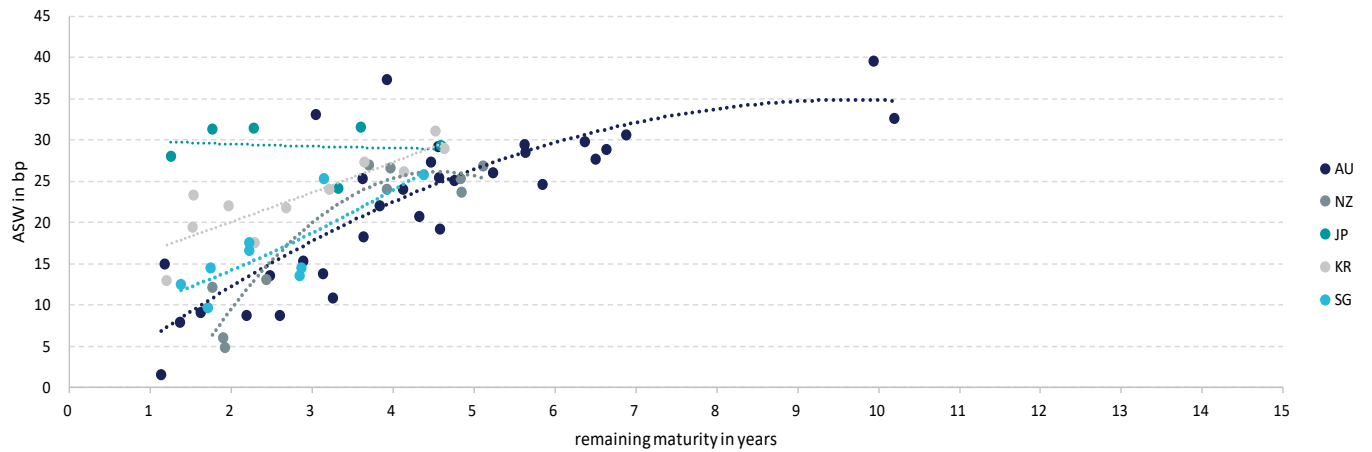
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



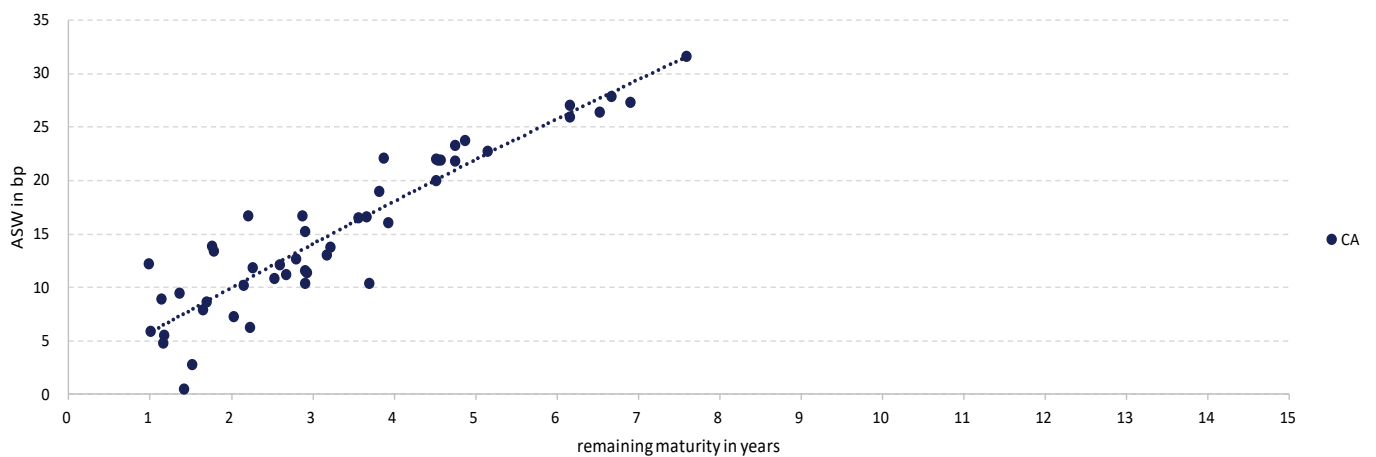
CEE



APAC



North America

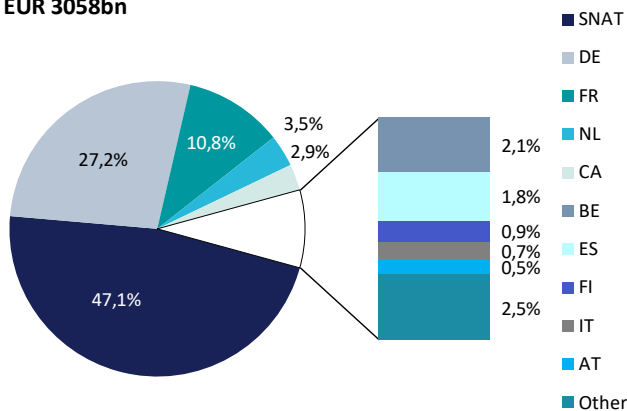


Charts & Figures

SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

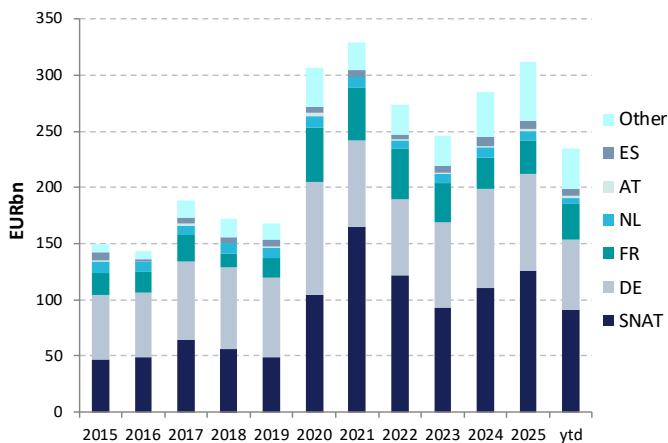
EUR 3058bn



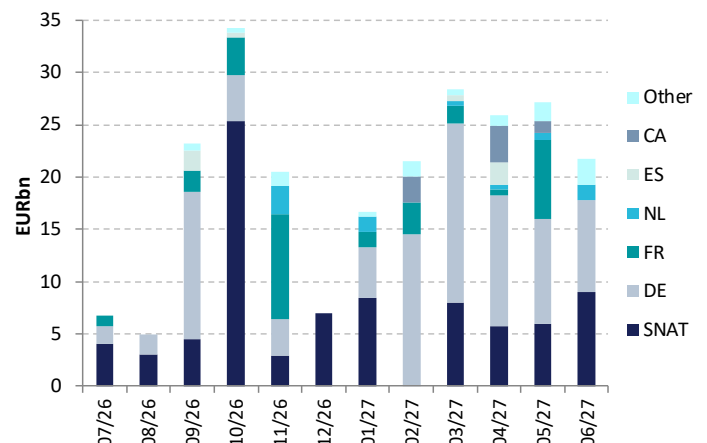
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.441,0	284	5,1	7,4
DE	833,0	630	1,3	5,7
FR	329,6	215	1,5	5,1
NL	106,8	93	1,1	5,8
CA	87,5	73	1,2	6,2
BE	64,5	57	1,1	9,0
ES	56,2	82	0,7	4,7
FI	26,2	27	1,0	3,6
IT	19,9	27	0,7	4,2
AT	16,0	23	0,7	4,7

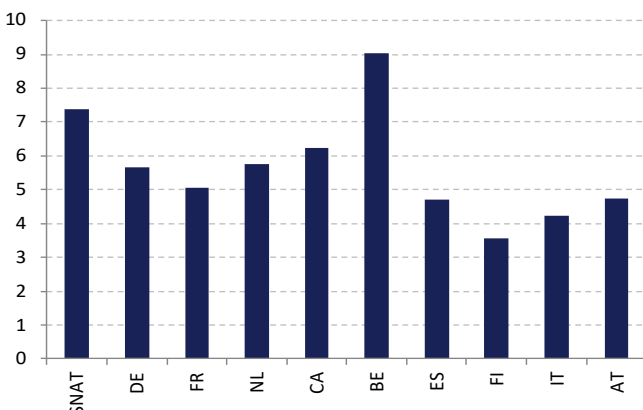
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



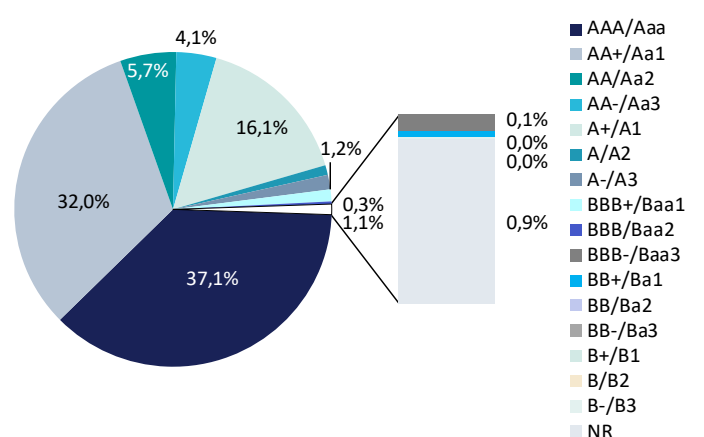
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



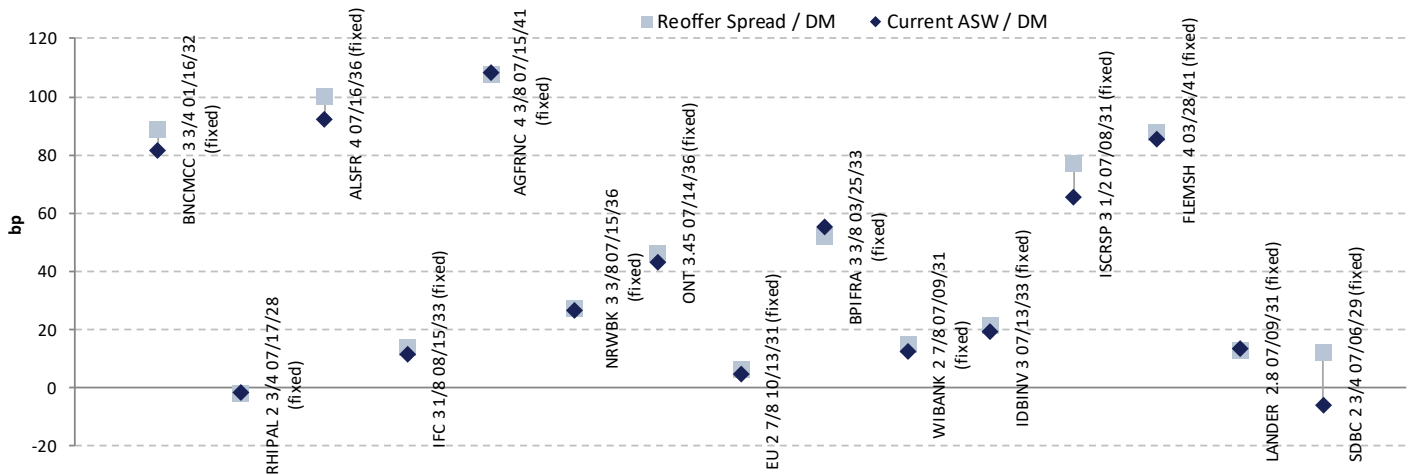
Vol. gew. Modified Duration nach Land



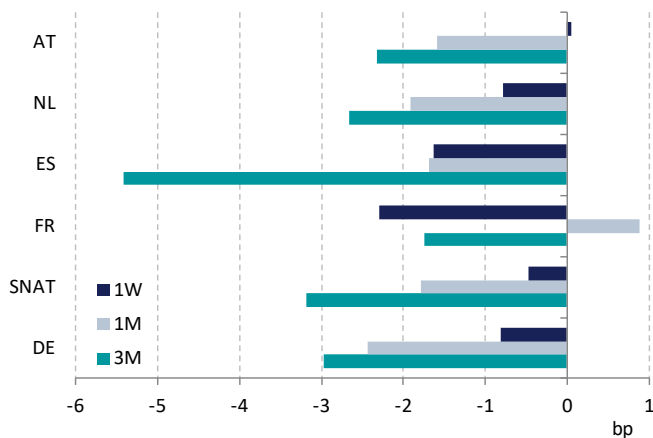
Ratingverteilung (volumengewichtet)



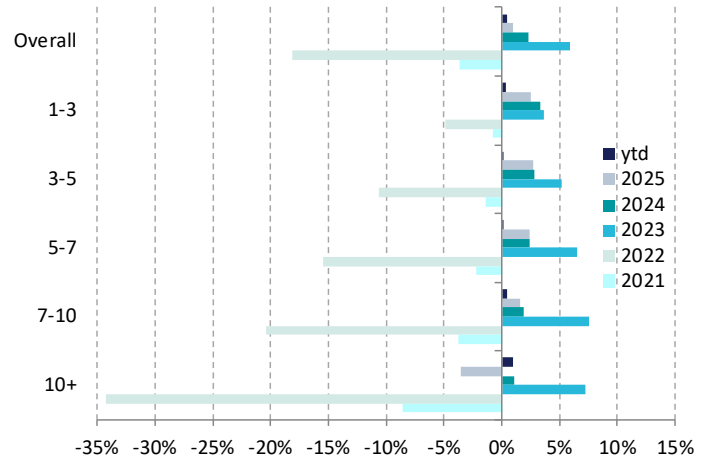
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



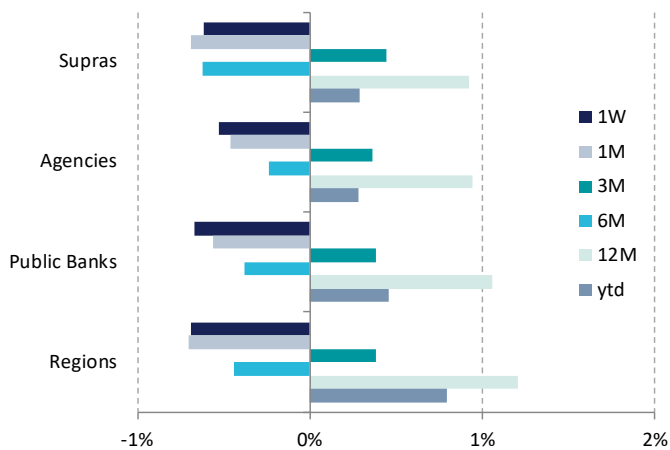
Spreadentwicklung nach Land



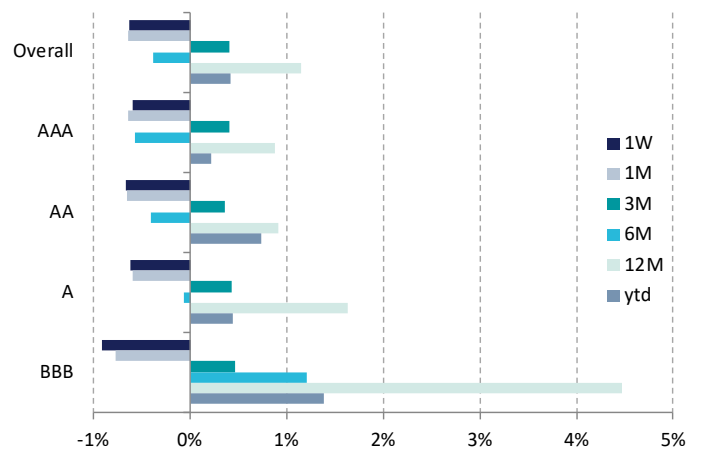
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



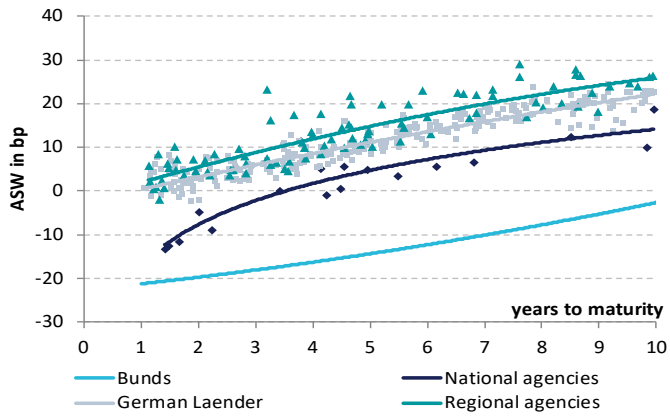
SSA-Performance nach Regionen (Total Return)



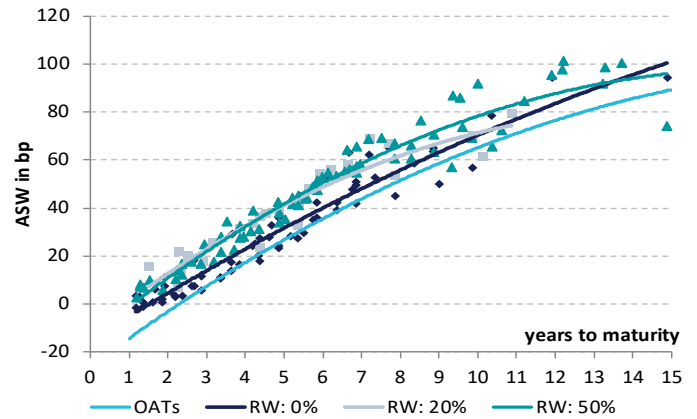
SSA-Performance nach Rating (Total Return)



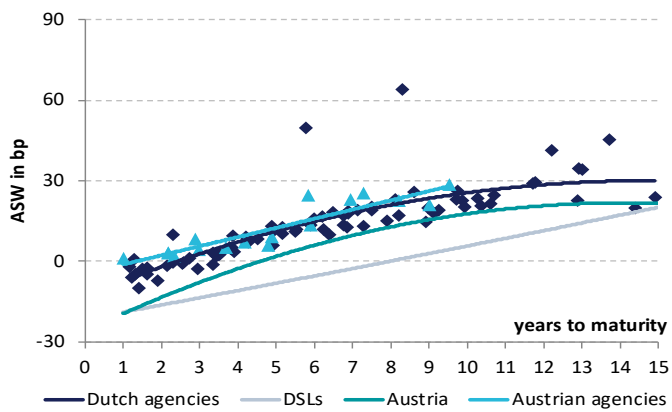
Germany (nach Segmenten)



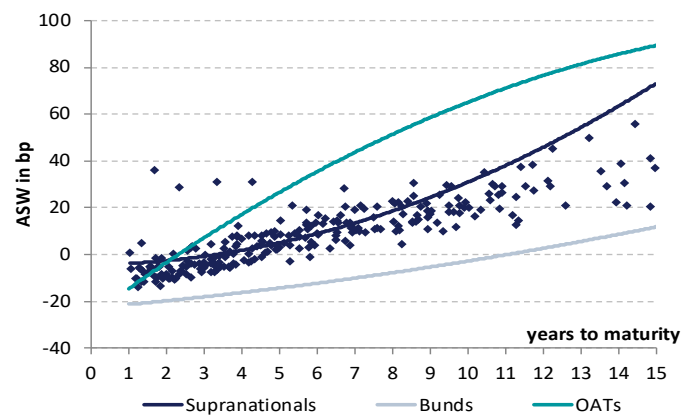
France (nach Risikogewichten)



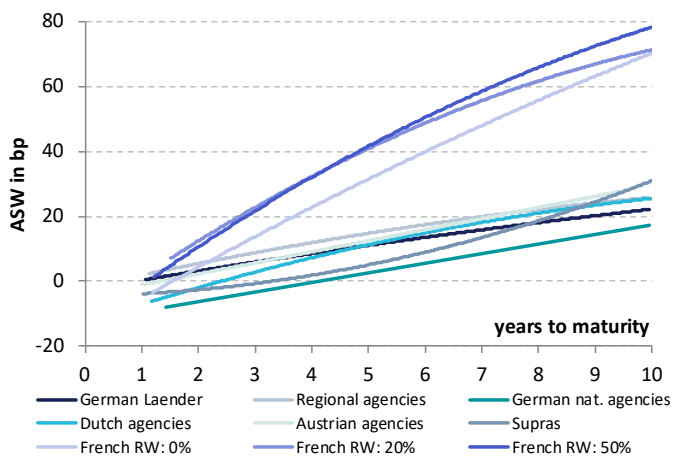
Netherlands & Austria



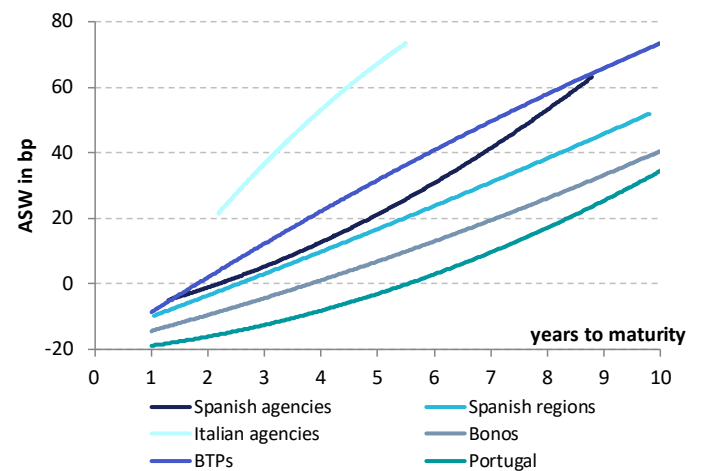
Supranationals



Core



Periphery



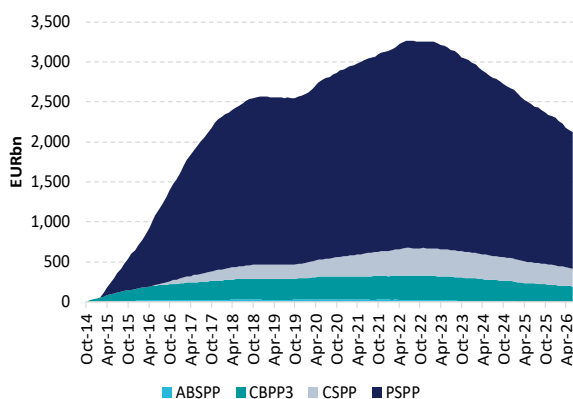
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

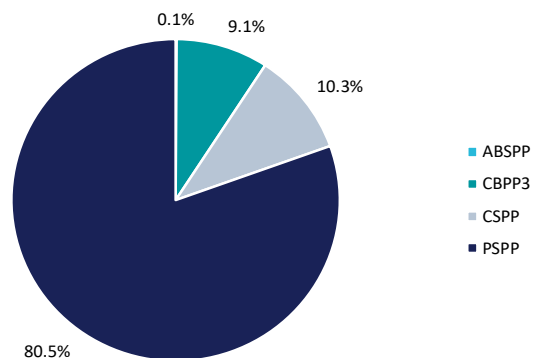
EZB-Tracker

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

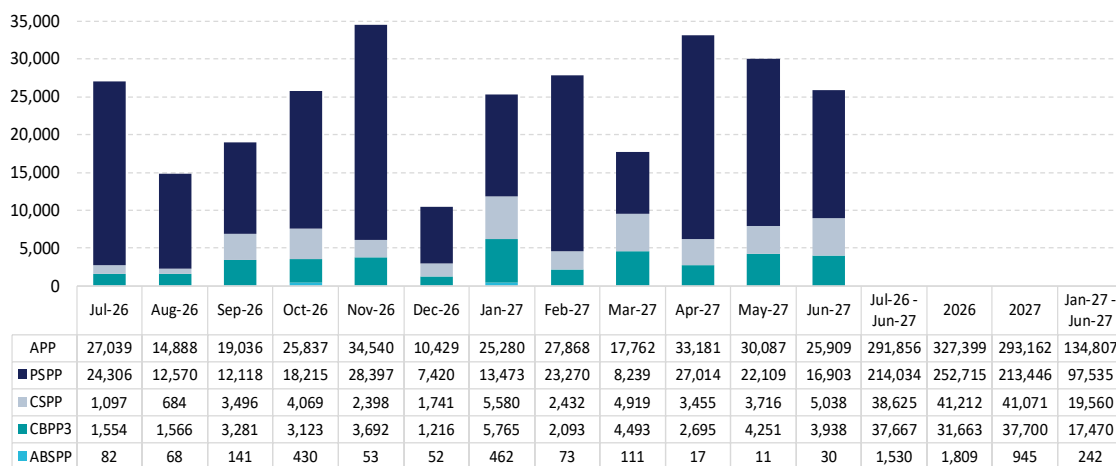
APP: Portfolioentwicklung



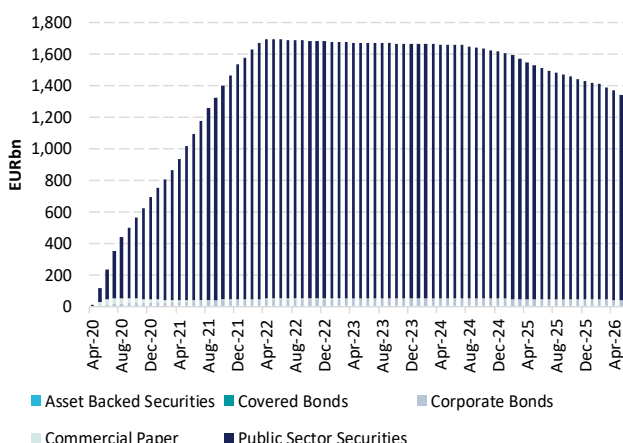
APP: Portfoliostruktur



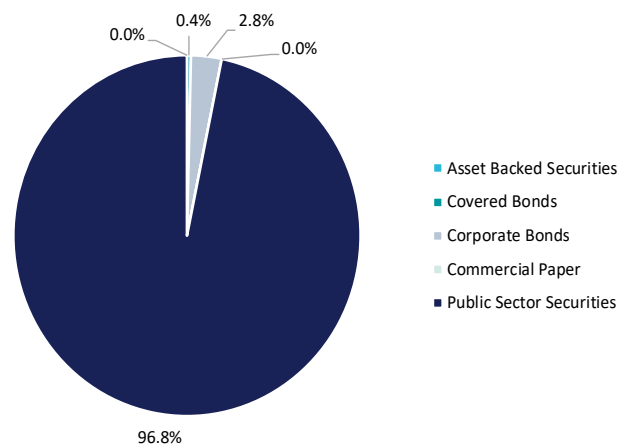
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



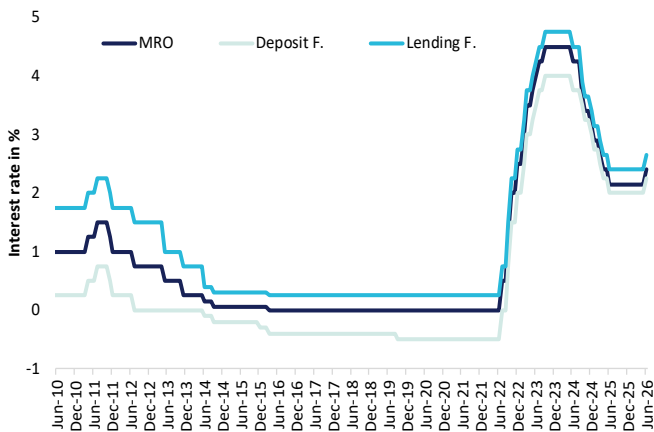
PEPP: Portfoliostruktur



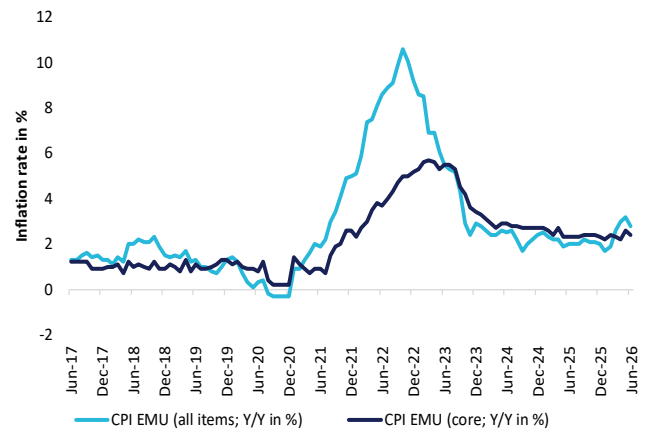
Charts & Figures

Cross Asset

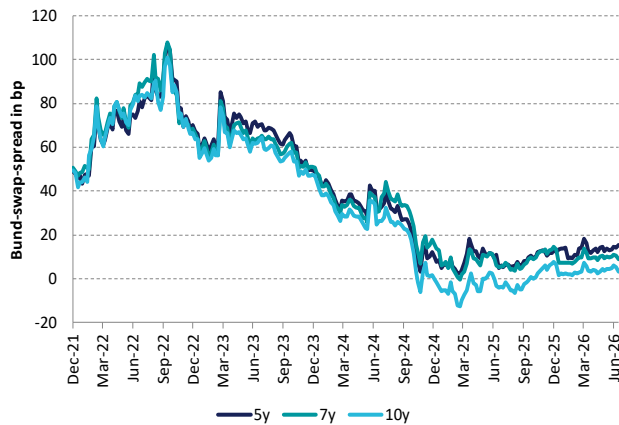
EZB-Leitzinssätze



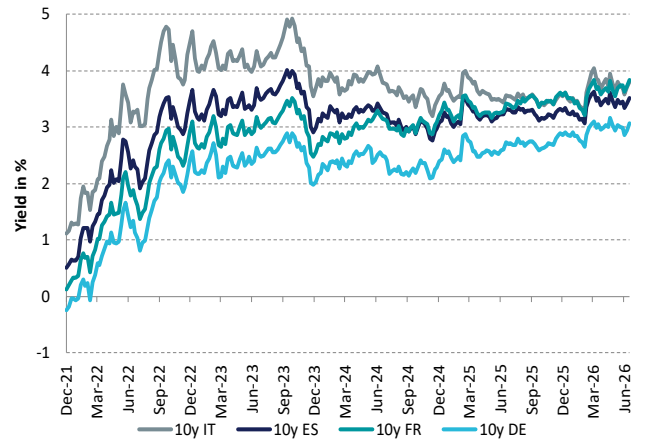
Inflationsentwicklung im Euroraum



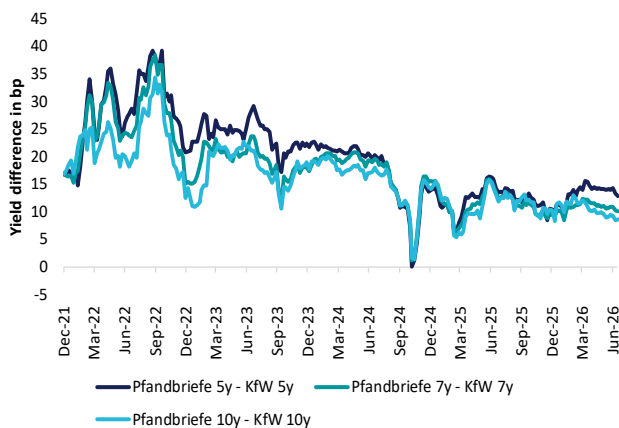
Bund-Swap-Spread



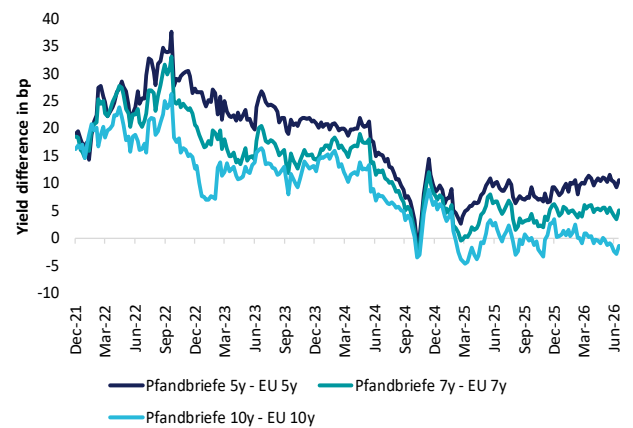
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
22/2026 // 08. Juli	- Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick - Megaemittent EU im Fokus
21/2026 // 01. Juli	- Ausblick auf den Covered Bond-Markt im II. Halbjahr - Hydration Break: Wie groß ist der SSA-Durst in H2/2026?
20/2026 // 24. Juni	- Bankensektor im Fokus: EBA Risk Dashboard im I. Quartal 2026 - NGEU: Green Bond Dashboard
19/2026 // 17. Juni	- Notenbankfähigkeit von Covered Bonds - Die Klassifizierung von Supranationals und Agencies nach Solvency II
18/2026 // 10. Juni	- Covereds: Triodos Bank – neuer Emittent aus den Niederlanden - Auckland Council – AUCCN im Fokus
17/2026 // 03. Juni	- Relative Value von Covereds gegen Staatsanleihen im Fokus - Teaser: Issuer Guide – Skandinavische Agencies (Nordics) 2026
16/2026 // 27. Mai	- Covered Bond-Jurisdiktion Kanada im Fokus - Stabilitätsrat zur 35. Sitzung zusammengetreten
15/2026 // 20. Mai	- Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2026 - Teaser: Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026
14/2026 // 13. Mai	- Covereds – ESG-Benchmarksegment: Begrenztes Marktwachstum erwartet - Aktuelle LCR-Klassifizierung unserer SSA-Coverage
13/2026 // 29. April	Cross Asset: Benchmark-Indizes für Covered Bonds und SSA/Public Issuers
12/2026 // 22. April	- Italien: Covered Bond-Jurisdiktion im Aufwind - New Zealand Local Government Funding Agency im Fokus
11/2026 // 15. April	- Covereds: Wohin steuert der Markt im weiteren Jahresverlauf? - Das SSA-Segment im Jahr 2026 – Status Quo und Ausblick
10/2026 // 01. April	Cross Asset: Relative Value – im Auge des Sturms
09/2026 // 25. März	- Covereds: Emittenten unter Druck – attraktive Emissionsfenster sind rar - Update: Gemeinschaft deutscher Länder – Länderjumbos
08/2026 // 18. März	- Covereds: Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2025 - Teaser: Issuer Guide – Außereuropäische Supras (MDBs) 2026
07/2026 // 04. März	- Öffentlich besicherte Covered Bonds: Comeback möglich? - Export Development Canada – EDC im Fokus
06/2026 // 25. Februar	- CEE-Region: Wachsende Covered Bond-Märkte - Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
05/2026 // 18. Februar	- Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes (vdp-Index) - Kreditermächtigungen der deutschen Länder 2026
04/2026 // 04. Februar	- Covereds: Trägt die Emissionsdynamik auch über den Januar hinaus? - Der SSA-Januar ist vorbei – was erwartet uns noch in 2026?
03/2026 // 28. Januar	- CB-Jurisdiktion Österreich im Fokus 34. Sitzung des Stabilitätsrates (Dez. 2025)

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 \(Nordics\) 2026](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2026](#)

[Issuer Guide – Österreichische Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Spanische Agencies 2025](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2026](#)

[EZB-Preview: Die Kosten des Wartens – die Risiken des Handelns](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Floor Research



Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Head of Desk

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de



Lukas Kühne

Covered Bonds/Banks

+49 176 152 90932

lukas.kuehne@nordlb.de



Elias Degener

Covered Bonds/Banks

+49 157 851 65214

elias.degener@nordlb.de



Lukas-Finn Frese

SSA/Public Issuers

+49 176 152 89759

lukas-finn.frese@nordlb.de



Tobias Cordes, CIIA

SSA/Public Issuers

+49 162 760 6673

tobias.cordes@nordlb.de

Sales

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

Origination & Syndicate

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

Treasury

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

Trading

Covereds/SSA	+49 511 9818-8040
Financials	+49 511 9818-9490
Governments	+49 511 9818-9660
Länder/Regionen	+49 511 9818-9660
Frequent Issuers	+49 511 9818-9640

Sales Wholesale Customers

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

Relationship Management

Institutionelle Kunden	rm-vs@nordlb.de
Öffentliche Kunden	rm-oek@nordlb.de

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:

Diese Information stellt keinen Prospekt, kein öffentliches Angebot, kein sonstiges Angebot und keine Aufforderung (und auch keinen Teil davon) zum Erwerb, Verkauf, Zeichnung oder anderen Handel mit Aktien, Bezugsrechten oder anderen Wertpapieren dar. Sie und auch nur Teile davon dürfen nicht zur Grundlage von Verträgen oder Verpflichtungen jeglicher Art gemacht oder hierfür als verlässlich angesehen werden. Diese Information wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt. Jedes Angebot von Wertpapieren erfolgt ausschließlich auf der Grundlage einer anwendbaren Ausnahme von der Prospektspflicht gemäß der EU Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129) und kein Angebot von Wertpapieren erfolgt gegenüber Personen oder Investoren in einer Jurisdiktion, in der ein solches Angebot vollständig oder teilweise rechtlichen Beschränkungen unterliegt oder wo ein solches Angebot einen zusätzlichen Prospekt, andere Angebotsunterlagen, Registrierungen oder andere Maßnahmen erfordern sollte.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

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

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

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

Redaktionsschluss: 15. Juli 2026 (08:53 Uhr)