



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

In eigener Sache NORD/LB Capital Markets Spotlight

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIIA

Reformvorschläge für den Hypothekendarlehenpfandbrief...

Der deutsche Pfandbrief steht für Sicherheit, Stabilität und konservative Deckungsstandards. Nun zeichnet sich eine Reform ab, die das etablierte Verhältnis zwischen Sicherheitspuffer und Refinanzierungseffizienz neu austarieren könnte. Im Zentrum der Diskussion steht der Vorschlag, die Beleihungsgrenze für wohnwirtschaftliche Deckungswerte von bislang 60% auf bis zu 80% des Beleihungswerts anzuheben. Damit könnte künftig ein größerer Teil eines Wohnimmobiliendarlehens über Hypothekendarlehenpfandbriefe refinanziert werden. Für Emittenten eröffnet dies zusätzliche Deckungs- und Emissionskapazität. Gleichzeitig stellt sich für Investoren die Frage, wie sich die Reform auf die Qualität der Deckungsmassen, die Überdeckung und letztlich auf die Ratings deutscher Pfandbriefe auswirkt. Dabei ist eine wichtige Besonderheit zu beachten: Die vorgeschlagenen 80% beziehen sich weiterhin auf den konservativ ermittelten deutschen Beleihungswert und nicht unmittelbar auf den aktuellen Marktwert einer Immobilie. Der grundlegende Sicherheitsmechanismus des Pfandbriefs bliebe damit erhalten. Gleichwohl würde die zusätzliche Deckungsschicht zwischen 60% und 80% bei einem starken Rückgang der Immobilienpreise einen geringeren Recovery-Puffer aufweisen.

... zwischen Fundingeffizienz und Sicherheit

Vieles spricht dafür, dass die Reform die durchschnittlichen Refinanzierungskosten wohnungsbauorientierter Banken senken kann. Der wesentliche Vorteil dürfte dabei weniger in einem niedrigeren Spread des einzelnen Pfandbriefs liegen. Entscheidend ist vielmehr, dass ein größerer Teil des Kreditportfolios über vergleichsweise günstiges besichertes Funding refinanziert werden kann. Aus Sicht der Investoren dürfte dadurch die Analyse der einzelnen Deckungsmasse wichtiger werden. Neben dem gesetzlichen Rahmen rücken insbesondere die tatsächliche LTV-Verteilung, die Nutzung des Bandes zwischen 60 und 80 Prozent, die freiwillige Überdeckung, die Rating-Leeway und die Asset Encumbrance des Emittenten stärker in den Mittelpunkt.

Um diese Fragen aus Rating- und Kapitalmarktsicht einzuordnen, lädt das NORD/LB Floor Research zu einem digitalen Capital Markets Spotlight ein. Gemeinsam mit zwei ausgewiesenen Covered-Bond-Experten von Moody's – Patrick Widmayer und Martin Lenhard – diskutieren wir, wie sich die Reform auf Emittenten, Investoren und den deutschen Pfandbriefmarkt auswirken könnte.

Deutschsprachige Session: 15. September, 14:30 Uhr

Englischsprachige Session: 15. September, 15:15 Uhr

Format: Digital via Microsoft Teams

Dauer: Circa 30 Minuten einschließlich Q&A

Noch keine Einladung erhalten? Bitte wenden Sie sich an event-markets@nordlb.de.

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	4
SSA/Public Issuers	8
ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2025	13
Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies	18
Charts & Figures	
Covered Bonds	27
SSA/Public Issuers	33
EZB-Tracker	36
Cross Asset	37
Ausgaben im Überblick	38
Publikationen im Überblick	39
Ansprechpartner in der NORD/LB	40

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

Primärmarkt: „The Show Must Go On“ – Vorjahresniveau bereits jetzt übertroffen

Freddie Mercury wäre kürzlich 80 geworden – die Titelmusik für den derzeitigen Primärmarkt lässt nur eine Wahl zu: „The Show Must Go On!“ Nach dem fulminanten Comeback aus der Sommerpause hält die Emissionsfreude der Covered Bond-Emittenten weiter an. Am gestrigen Dienstag (08. September) konnte bereits das Neuemissionsvolumen des gesamten Vorjahres (EUR 154,95 Mrd.) übertroffen werden. So summiert sich das bislang im laufenden Jahr emittierte Volumen an frischen Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat auf EUR 156,38 Mrd. Damit ist das Jahr 2026 bereits das drittstärkste am Markt für EUR-Benchmarks aller Zeiten. Auch wenn zum Silber- (2023: EUR 185 Mrd.) bzw. Goldrang (2022: EUR 199 Mrd.) noch einiges an Abstand herrscht, sind wir zuversichtlich, dass die kommenden Tage und Wochen das aktuelle Emissionsniveau noch etwas ausbauen dürften. Auch bedingt durch unsere einwöchige Publikationspause können wir heute über ganze 28 Deals berichten, die sich auf die vergangenen zehn Handelstage verteilen. Besonders bemerkenswert ist dabei, dass sich die Neuemissionen auf insgesamt 13 unterschiedliche Jurisdiktionen verteilen und, mit Ausnahme vom Vereinigten Königreich, Emittenten aus allen von uns betrachteten Regionen mindestens einmal am Markt aktiv waren. Die Deals werden weiterhin zum großen Teil gut von der Investorenschaft aufgenommen, was sich vor allem in stellenweise deutlichen Spreadeinsparungen im Rahmen der Vermarktungsphase auszeichnet. Insbesondere mit Blick auf diese Woche ist jedoch zu erkennen, dass die Marktteilnehmer zunehmend selektiver werden. Waren in der vergangenen Woche noch Überzeichnungsquoten rund um 5,0x (Banco Santander Totta, Hamburg Commercial Bank, NN Bank) zu beobachten, reduzierten sich die Bid-to-cover-Ratios an den beiden letzten Handelstagen merklich. So wiesen insbesondere die Deals der Helaba (1,2x), der Nordea Mortgage Bank (1,1x) sowie der ING (1,3x für den achtjährigen Bond) nur noch mäßige Überzeichnungsquoten auf. Aufgrund der Vielzahl der neuen Deals wollen wir an dieser Stelle nur auf einige ausgewählte Highlights der vergangenen zwei Wochen eingehen. Erst gestern ging die kanadische Royal Bank of Canada (RBC) mit einer Dual-Tranche auf die Investoren zu. Die beiden Deals summierten sich auf insgesamt EUR 3,0 Mrd. und adressierten das mittlere (EUR 2,25 Mrd.; 5,0y) und lange (EUR 750 Mio.; 10,0y) Laufzeitenband. Am 02. September konnte darüber hinaus ein weiterer Debütant im EUR-Benchmarksegment begrüßt werden. Mit der Israel Discount Bank (EUR 500 Mio. für 5,0y) gab bereits der zweite israelische Emittent in diesem Jahr sein Debüt am Covered Bond-Markt. Der zweite im Bunde – die Bank Leumi Le-Israel – war, nach ihrem EUR-Benchmarkdebüt im Januar dieses Jahres, am 26. August ebenfalls erneut am Markt aktiv und emittierte EUR 750 Mio. für eine kürzere Laufzeit von 3,0y. Abschließend wollen wir auch noch auf einen deutschen Emittenten blicken. Mit der Hamburg Commercial Bank (HCOB) zeigte sich der letzte deutsche aktive Emittent von Schiffspfandbriefen am Markt. Der Deal über EUR 500 Mio. und einer Laufzeit von 3,0y startete mit einer Guidance von ms +33bp area und konnte im Rahmen der Vermarktungsphase, auch bedingt durch die fünffache Überzeichnung, auf einen Reoffer-Spread von ms +25bp reduzieren. Der erste emittierte Schiffspfandbrief der HCOB seit mehr als zweieinhalb Jahren konnte somit eindrucksvoll das weiterhin gegebene Investoreninteresse an dieser Assetklasse unter Beweis stellen.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Royal Bank of Canada	CA	08.09.	XS3506171910	10.0y	0.75bn	ms +40bp	AAA / Aaa / -	-
Royal Bank of Canada	CA	08.09.	XS3506171837	5.0y	2.25bn	ms +22bp	AAA / Aaa / -	-
Helaba	DE	08.09.	XS3503935283	5.0y	0.75bn	ms +18bp	- / Aaa / -	-
LBBW	DE	07.09.	DE000LB4XHY2	4.0y	1.00bn	ms +11bp	- / Aaa / -	-
NDAFH	FI	07.09.	XS3503302831	7.0y	0.75bn	ms +24bp	- / Aaa / -	-
ING Bank	NL	07.09.	XS3503934559	12.0y	1.00bn	ms +38bp	AAA / Aaa / AAA	-
ING Bank	NL	07.09.	XS3503934476	8.0y	0.75bn	ms +27bp	AAA / Aaa / AAA	-
Shinhan Bank	KR	07.09.	XS3478212924	3.5y	0.60bn	ms +19bp	AAA / Aaa / -	X
SR-Boligkreditt	NO	07.09.	XS3504723985	5.0y	0.75bn	ms +17bp	- / Aaa / -	-
OTP Jelzalogbank	HU	07.09.	XS3503291026	5.1y	0.75bn	ms +44bp	- / A1 / -	-
UNICZ	CZ	03.09.	XS3499982463	5.0y	0.75bn	ms +32bp	- / Aa1 / -	-
Banco de Sabadell	ES	03.09.	ES0413860943	5.0y	0.75bn	ms +22bp	- / Aaa / -	-
DZ HYP	DE	03.09.	DE000A4DFKV8	4.8y	0.50bn	ms +13bp	- / Aaa / AAA	-
CA Public Sector SCF	FR	03.09.	FR001401ATK6	6.0y	0.50bn	ms +35bp	- / Aaa / AAA	-
Israel Discount Bank	IL	02.09.	IL0012436585	5.0y	0.50bn	ms +67bp	AA- / Aa3 / -	-
Ceska sporitelna	CZ	02.09.	XS3498880254	5.3y	0.50bn	ms +30bp	- / Aaa / -	-
Eika Boligkreditt	NO	02.09.	XS3498888661	10.0y	0.50bn	ms +32bp	- / Aaa / -	-
HCOB	DE	02.09.	DE000HCB0CN5	3.0y	0.50bn	ms +25bp	- / Aa3 / -	-
NORD/LB	DE	02.09.	DE000NLB57X5	7.0y	0.75bn	ms +24bp	- / Aaa / -	-
Banco Santander Totta	PT	02.09.	PTBSRWOM0026	3.0y	0.50bn	ms +14bp	AAA / Aaa / -	-
CFF	FR	01.09.	FR001401AQT3	10.0y	1.00bn	ms +54bp	- / Aaa / AAA	-
NN Bank	NL	01.09.	NL0015074CE2	5.0y	0.50bn	ms +18bp	- / - / AAA	-
Hypo Vorarlberg Bank	AT	01.09.	AT0000A3X0F3	7.0y	0.50bn	ms +27bp	- / Aaa / -	-
United Overseas Bank	SG	26.08.	XS3489296403	5.0y	0.50bn	ms +24bp	- / Aaa / AAA	-
United Overseas Bank	SG	26.08.	XS3489296072	2.0y	0.50bn	ms +7bp	- / Aaa / AAA	-
Bank Leumi Le-Israel	IL	26.08.	IL0012463050	3.0y	0.75bn	ms +55bp	AA- / Aa3 / -	-
UniCredit Bank	DE	26.08.	DE000HV2A2U7	6.0y	1.00bn	ms +23bp	- / Aaa / -	-
Sparebanken Norge	NO	26.08.	XS3487836705	7.0y	0.75bn	ms +23bp	- / Aaa / -	X

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

Sekundärmarkt: Marktteilnehmer werden zunehmend selektiver

Der Primärmarkt zeigte sich in den letzten Handelstagen weiterhin von seiner sonnigen Seite. Zum Ende der vergangenen und zum Start der aktuellen Handelswoche zeigten sich die Marktteilnehmer allerdings zunehmend selektiver. Während die Orderbücher der jüngsten Emissionen tendenziell dünner wurden, wussten viele Deals auch im sekundären Handel nicht zu performen. Insbesondere aufgrund der hohen Emissionsfreude am Covered Bond-Markt, schichteten manche Investoren ihre Mittel in den Primärmarkt um, was zu punktuelltem Verkaufsdruck auf dem Sekundärmarkt führte. Nichtsdestotrotz blieben die Spreads insgesamt stabil. Sollte die Dynamik am Primärmarkt in den kommenden Tagen etwas nachlassen, dürfte sich dies auch stützend auf die Preise im Sekundärmarkt auswirken. Die anstehende EZB-Ratssitzung, verbunden mit in der Regel geringen Neuemissionsaktivitäten, könnte dem Markt die Gelegenheit bieten, einmal Luft zu holen und das hohe Emissionsvolumen der letzten Wochen etwas zu verdauen. Auf Käuferseite zeigt sich eine zunehmende Tendenz hin zu Real Money-Investoren, die das aktuelle Renditeniveau als attraktiven Einstiegszeitpunkt wahrzunehmen scheinen.

Zwei weitere EUR-Subbenchmarks am Markt platziert – Debütant aus Südtirol

Der Markt für EUR-Subbenchmarks kann auch in der dritten Woche in Folge seinen Schwung beibehalten und zeichnet sich somit weiterhin durch eine hohe Dynamik aus. Mit der österreichischen Oberbank zeigte sich erneut ein Emittent aus dem Alpenland am Markt aktiv. Das Linzer Institut, das Teil der sog. 3-Banken-Gruppe ist, entschied sich bei seinem Deal für das längere Ende des Laufzeitenbandes und emittierte am vergangenen Mittwoch (02. September) insgesamt EUR 300 Mio. mit einer Laufzeit von 8,0y. An einem Tag, der von zahlreichen Neuemissionen geprägt war und an dem ein deutlich höheres Investoreninteresse für kurze und mittlere Laufzeiten bestand, konnte das Orderbuch zum Schluss der Bücher lediglich auf EUR 375 Mio. anwachsen. Folglich konnte der Spread im Rahmen der Vermarktungsphase auch nur um drei Basispunkte auf ms +33bp reduziert werden. Mit dem Deal summiert sich das diesjährige Emissionsvolumen im EUR-Subbenchmarksegment aus Österreich somit auf nun EUR 1,4 Mrd. und notiert damit +40% über dem Vorjahresniveau. Bereits am Vortag (01. September) konnte ein Debütant am Markt für EUR-Subbenchmarks begrüßt werden. Die Cassa di Risparmio di Bolzano („Südtiroler Sparkasse“) aus der autonomen italienischen Provinz Bozen-Südtirol wählte im Rahmen ihres ersten Marktantritts das mittlere Laufzeitensegment und platzierte EUR 250 Mio. mit einer initialen Laufzeit von 4,8y. Der Deal stieß bei den Anlegern auf außerordentliches Interesse, sodass das finale Orderbuch auf EUR 2,2 Mrd. anwuchs und die Emission somit 8,8-fach überzeichnet war. Die Südtiroler Sparkasse konnte bei ihrem Debüt somit neben einer Reduktion des Spreads um 10bp im Rahmen der Vermarktungsphase (Reoffer-Spread: ms +38bp) auch das zweitgrößte Orderbuch bei einer EUR-Subbenchmarkemission aller Zeiten feiern.

Israel Discount Bank: Weiterer israelischer Debütant im EUR-Benchmarksegment

Nachdem die Bank of Israel am 17. Juni 2026 erstmals einen expliziten regulatorischen Emissionsweg für fremdwährungsdenominierte, hypothekarisch besicherte Covered Bonds geschaffen und mit der Bank Leumi Le-Israel der erste Emittent aus dieser Jurisdiktion bereits mit zwei Emissionen am Markt aktiv war, kann nun ein weiteres Institut in den Kreis der EUR-Benchmarkemittenten aufgenommen werden. Die Israel Discount Bank (IDB) ging am 02. September mit ihrer Debütemission auf die Investoren zu und platzierte einen fünfjährigen Bond mit einem Volumen von EUR 500 Mio. Mit einer Bid-to-cover-Ratio von 2,6x stieß der Deal auf ein ausgeprägtes Investoreninteresse, sodass der Spread im Rahmen der Vermarktungsphase um sechs Basispunkte auf ms +67bp eintightete. Die IDB ist die viertgrößte Bankengruppe Israels und kann sowohl im Einlagen- als auch im Kreditgeschäft Marktanteile von rund 16% aufweisen. Im Peervergleich weist die Bank in ihrem Heimatmarkt ein hohes Maß an Internationalisierung auf, diese wird insbesondere durch ihre Präsenz in den USA geprägt. Insgesamt entfallen 9,7% des Kreditportfolios auf Engagements außerhalb des Heimatmarktes. Mit der Mercantile Discount Bank unterhält die IDB eine weitere Tochtergesellschaft, die stark auf das Privatkunden- und KMU-Geschäft sowie die Kommunalfinanzierung konzentriert ist. Nach nunmehr zwei israelischen Emissionen in den vergangenen zehn Handelstagen bleibt abzuwarten, ob weitere Institute das große Investoreninteresse nutzen werden, um am Aufbau der Spreadkurve israelischer EUR-Benchmarkemittenten mitzuwirken.

Fitch: APAC-Cover Pools zeigen sich robust gegenüber den jüngsten Zinserhöhungen

Die APAC-Region hat insbesondere in den ersten Handelswochen nach der Sommerpause den Markt für EUR-Benchmarks maßgeblich geprägt – nicht zuletzt durch die erstmalige „Wiedereröffnung“ des Marktes durch einen singapurischen Emittenten (DBS Bank: EUR 2,0 Mrd. mit einer Laufzeit von 4,0y). Die Ratingexperten von Fitch haben im Rahmen ihres [APAC Covered Bond Monitors](#) für das II. Quartal 2026 den asiatisch-pazifischen Markt für Covered Bonds analysiert und insbesondere hinsichtlich der geldpolitischen Entwicklungen betrachtet. Alle 20 Covered Bond-Programme aus Australien, Neuseeland, Singapur und Südkorea, die Teil der Coverage von Fitch sind, werden von der Ratingagentur mit der Bestnote AAA und stabilem Ausblick bewertet. Damit weisen die Programme eine deutliche Entkopplung von den jeweiligen Emittentenratings auf, die lediglich im Bereich zwischen A- und AA anzusiedeln sind. Maßgeblich ist hier insbesondere die hohe Qualität der hypothekarischen Deckungsstöcke sowie die mehr als auskömmlichen Übersicherungsquoten. Diese Qualität hat laut Fitch auch im Zuge der jüngsten Zinserhöhungen in Australien, Neuseeland und Südkorea keine Einbußen verzeichnet, woraus eine hohe Schuldnerresilienz und eine konservative Poolselektion abgeleitet werden könne. Da viele Emittenten notleidende Kredite jedoch aus ihren Deckungsstöcken entfernen, warnen die Ratingexperten davor, aus der weiterhin tadellosen Deckungsstockqualität auf die gesamten Kreditportfolios der emittierenden Banken rückzuschließen. Wichtig hervorzuheben ist darüber hinaus, dass sich die Zinstransmission zwischen den einzelnen Jurisdiktionen im APAC-Raum zum Teil deutlich unterscheidet. Aufgrund des hohen Anteils variabel verzinsten Darlehen dürften sich die Effekte in Australien deutlich schneller auswirken als in anderen asiatisch-pazifischen Staaten. Mit Blick auf eine potenzielle EU-Drittstaatenäquivalenz geht Fitch auch auf die Pläne der Australian Prudential Regulation Authority ein, den Kreis der als High Quality Liquid Assets anerkannten Assets auszuweiten und zukünftig ausgewählte Covered Bonds mit zu berücksichtigen. Sollte die noch für dieses Jahr vorgesehene Konsultation des Vorschlags Erfolg haben, wertet Fitch dies als wichtigen Schritt hin zu einer Anerkennung australischer Covered Bonds im Sinne einer EU-Drittstaatenäquivalenz.

Fitch: Niedrige Beleihungsausläufe stützen die Pfandbriefratings der Sparkassen

Zusätzlich hat Fitch die Pfandbriefprogramme von zehn deutschen Sparkassen einer Analyse unterzogen. Während die Programme der Sparkassen Dortmund, Hannover und Pforzheim-Calw mit dem Spitzenrating AAA ausgezeichnet werden, weisen die Institute aus Bremen, Ludwigsburg, Krefeld und München sowie die Sparkassen Holstein, Westmünsterland und die Nassauische Sparkasse das zweithöchste Rating AA+ auf. Da alle Emittenten von Fitch mit dem Verbundrating A+ belegt sind, können die Ratingunterschiede nicht auf unterschiedliche Emittentenratings zurückgeführt werden. Vielmehr identifiziert Fitch die Datenqualität und nicht die Qualität der Deckungswerte als zentralen Differenzierungsfaktor. So stellen lediglich die drei mit dem Spitzenrating bedachten Institute eine Datenmenge zur Verfügung, die für die Durchführung einer vollständigen Analyse ausreicht. Folglich kann Fitch die Institute mit einem Recovery Uplift von zwei Notches belegen und somit auch mit AAA bewerten. Blickt man über diesen Aspekt hinweg, zeichnen sich alle zehn untersuchten Programme durch sehr konservative Beleihungsausläufe aus, die in einer engen Bandbreite zwischen 51% und 57% liegen und die regulatorischen Anforderungen damit übererfüllen. Mehr als auskömmliche Übersicherungsquoten im Bereich zwischen 18% (Sparkasse Dortmund) und 250% (Sparkasse Krefeld) sowie die sehr hohe Granularität der Hypothekenportfolios tragen zusätzlich zur Qualität der Deckungsstöcke bei. Auch die in fast allen Deckungsstöcken enthaltenen gewerblichen Immobilienfinanzierungen werten die Ratingexperten aufgrund der niedrigen Beleihungsausläufe nicht als materielles Risiko.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

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

EZB-Preview: Darf es noch etwas mehr sein?

Die jüngsten Inflationsdaten dürften die Diskussion im EZB-Rat spürbar verändern. Bei der morgigen Sitzung – bei der die Deutsche Bundesbank in Berlin (!) als Gastgeber fungiert – steht offenbar weniger die Frage im Raum, ob die Leitzinsen erneut angehoben werden müssen, sondern vielmehr, wie viele weitere Zinsschritte erforderlich sein könnten. Gleichzeitig hat sich das geopolitische Umfeld erneut eingetrübt. Nach dem Auslaufen des Rahmenabkommens ist der Konflikt im Nahen und Mittleren Osten wieder deutlich eskaliert. Die Aussicht auf eine nachhaltige Befriedung schwindet, während auch die sichere Passage durch die Straße von Hormus nicht länger gewährleistet ist. An den Energiemärkten hat diese Entwicklung bereits deutliche Spuren hinterlassen: Die Öl- und Gaspreise sind in den vergangenen Wochen kräftig gestiegen und erhöhen damit erneut den Inflationsdruck. Vor diesem Hintergrund kommt den neuen *staff projections* des EZB-Stabs eine besondere Bedeutung zu. Sie dürften zeigen, ob und in welchem Umfang die Notenbank ihre Einschätzung der mittelfristigen Inflationsentwicklung anpasst. Die viel beschworene Datenabhängigkeit bleibt damit einmal mehr das zentrale Leitmotiv der Geldpolitik. Verschieben hat sich allerdings der Schwerpunkt der Debatte: Diskutiert wird zunehmend nicht mehr über das Ob einer weiteren Straffung, sondern über deren Umfang. Wie im Rahmen unserer [Preview](#) erläutert, gehen wir davon aus, dass die EZB die Zinsen auf ihrer unmittelbar bevorstehenden Sitzung anheben wird, um einer möglichen Verfestigung des Inflationsdrucks durch Zweitrundeneffekte entgegenzuwirken. Einen Zinsschritt von mehr als +25bp hielten wir allerdings für überzogen. Von der morgigen Entscheidung erwarten wir allerdings weder im SSA- noch im Covered Bond-Segment unmittelbar signifikante Veränderungen auf der Angebots- oder Nachfrageseite, da eine Erhöhung weitestgehend eingepreist ist. Entscheidend für die weitere Marktentwicklung dürften daher weniger die Zinserhöhung(en) selbst als die aktualisierten Projektionen und die geldpolitische Begleitkommunikation sein. Sofern die EZB keine deutlich restriktiveren Signale für den weiteren Zinspfad sendet, rechnen wir auch nach der Sitzung mit einem konstruktiven Marktumfeld.

Brandenburg wird alleiniger Eigentümer der ILB

Das Land Brandenburg (Ticker: BRABUR) wird aller Voraussicht nach alleiniger Anteilseigner der Investitionsbank des Landes Brandenburg (ILB, Ticker: ILBB) und plant, die bisher von der NRW.BANK (Ticker: NRWBK) gehaltenen 50% der ILB-Anteile zu einem Kaufpreis von rund EUR 170 Mio. zu erwerben. Noch steht allerdings die Zustimmung des Landtags aus. Mit der veränderten Eigentümerstruktur soll das Förderinstitut auch strategisch neu ausgerichtet werden. Grundlage hierfür bilden zwei Eigenkapitalerhöhungen i.H.v. jeweils EUR 500 Mio. in den Jahren 2027 und 2028, mit denen die Eigenkapitalbasis der ILB gestärkt und die finanziellen Handlungsspielräume erweitert werden sollen. Als Förderinstitut kann sie neben Zuschüssen insbesondere Kreditprogramme, Bürgschaften und weitere Finanzierungsinstrumente einsetzen. Durch das zusätzliche Eigenkapital steigen darüber hinaus ihre Möglichkeiten, sich am Kapitalmarkt zu refinanzieren und öffentliche Mittel gezielt als Hebel zu nutzen, sodass sich deutlich höhere Investitionsvolumina für Brandenburg mobilisieren lassen als durch reine Zuschüsse.

Hamburg plant Emission des ersten Green Bonds zwischen Q4/2026 und H1/2027

Auch wenn sich ESG-Anleihen mittlerweile zu einem festen Bestandteil der internationalen Kapitalmärkte entwickelt und als gängiges Refinanzierungsinstrument etabliert haben, verfügen nach wie vor lediglich fünf der 16 [deutschen Länder](#) über ein eigenes ESG-Framework. Nun aber dürfte die Freie und Hansestadt Hamburg (Ticker: HAMBRG) in absehbarer Zeit das halbe Dutzend vollmachen: Laut [Pressemitteilung](#) arbeitet die Hansestadt an einem Rahmenwerk für regelmäßige Emissionen grüner Anleihen mit einem Mindestvolumen von EUR 500 Mio. und positioniert sich damit – gemeinsam mit den öffentlichen Unternehmen im Konzernverbund – als nachhaltiger Emittent am Kapitalmarkt. Dabei soll der erste konzernweite Green Bond der Hamburger zwischen Q4/2026 und H1/2027 begeben werden, wobei sich der genaue Zeitpunkt sowohl nach dem Finanzierungsbedarf als auch dem Marktumfeld richtet. Bei der grünen Anleihe soll es sich um eine festverzinsliche, börsennotierte Landesschatzanweisung handeln, die sich primär an institutionelle Investoren richtet, wenngleich diese auch von Privatanlegern über ihre Hausbank erworben werden kann.

S&P sieht Reformbedarf im Finanzierungssystem der spanischen Regionen

Die Risikoexperten von S&P haben Ende Juli eine Bewertung des institutionellen Rahmens der spanischen autonomen Gemeinschaften vorgenommen. Die Regionen sind vor allem für die Bereitstellung öffentlicher Leistungen, u.a. in den Bereichen Gesundheit, Bildung und Soziales, verantwortlich. Die Finanzierung erfolgt dabei überwiegend über das regionale Finanzierungssystem, welches auf Steuererträgen und Transferzahlungen des Zentralstaats basiert. Daneben spielt die enge Verknüpfung mit dem spanischen Staat eine wichtige Rolle bei der Absicherung der Finanzierungsaktivitäten, insbesondere in Krisensituationen wie der COVID-19-Pandemie. Positiv bewertet S&P zudem die Transparenz des Systems: So werden monatlich regionale Haushaltsdaten veröffentlicht, während die Banco de España vierteljährlich über die Verschuldungslage berichtet. Demgegenüber sieht S&P weiterhin strukturelle Defizite und bezeichnet das System als komplex und veraltet. Zudem bestehen deutliche Unterschiede bei der Haushaltsentwicklung und den Verschuldungskennzahlen der einzelnen Regionen. Während einige Sub-Sovereigns von den derzeitigen Regelungen profitieren, weisen andere trotz vergleichbarer Aufgaben dauerhaft schwächere Haushaltskennzahlen auf. Dies zeigt sich auch anhand der Verschuldungsquoten: Während die Region Valencia (Ticker: VALMUN) Ende 2025 eine Verschuldung i.H.v. 287% der laufenden Einnahmen aufwies, lag die Quote der Kanarischen Inseln (Ticker: CANARY) bei nur 60%. So stellte der Zentralstaat im Rahmen seiner Unterstützungstätigkeiten den Regionen zwischen 2012 und 2026 über staatliche Liquiditätsfazilitäten durchschnittlich rund EUR 31 Mrd. pro Jahr zur Verfügung, um insbesondere finanzschwächere Regionen zu unterstützen. Zudem haben politische Entwicklungen die Beziehungen der Regionen zum Zentralstaat beeinflusst, sodass diese inzwischen stärker auf bilateralen Vereinbarungen als auf institutionalisierten Verfahren beruhen. Vor diesem Hintergrund hat die spanische Regierung im Januar 2026 einen Reformvorschlag vorgelegt. Dieser könnte dazu führen, dass sich die finanzielle Ausstattung der Sub-Sovereigns verbessert, die Abhängigkeit von politischen Entscheidungen abnimmt und gleichzeitig eine längerfristige Haushaltsplanung ermöglicht wird. Künftig sollen die Regionen verstärkt auf (Re-)Finanzierungsinstrumente am Kapitalmarkt setzen, sodass die Liquiditätsfazilitäten ab dem Jahr 2029 lediglich als Absicherungsmechanismus dienen sollen.

NRW.BANK steigert Fördervolumen deutlich

Die NRW.BANK (Ticker: NRWBK) konnte in H1/2026 Fördermittel i.H.v. EUR 10,5 Mrd. zusagen. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum (H1/2025: 6,9 Mrd. EUR) entsprach dies einem Anstieg um +52% Y/Y. Dabei wurden in allen drei Förderfeldern (Wirtschaft, Wohnraum sowie Infrastruktur/Kommunen) Nachfrageanstiege verzeichnet. Im Geschäftsfeld Wirtschaft wurden Unternehmen und Start-ups mit EUR 2,0 Mrd. (+38% Y/Y) gefördert, während die Zusagen im Bereich Wohnraum bei EUR 3,1 Mrd. (+61% Y/Y) lagen. Mit EUR 5,4 Mrd. (+52% Y/Y) stellte das Segment Infrastruktur/Kommunen den größten Anteil am Gesamtfördervolumen dar, wovon EUR 2,8 Mrd. auf nachhaltige Infrastrukturmaßnahmen entfielen. Die Fördertätigkeit erfolgte dabei über verschiedene Instrumente: So wurden über das Programm „NRW.BANK.Invest Zukunft“, das vor allem Investitionen in Transformation fördert, EUR 618,6 Mio. zugesagt. Darüber hinaus stellte der Venture Capital-Fonds „NRW.Venture“ zusätzliches Kapital für Investitionen in Start-ups bereit. Über das Förderprogramm „NRW.BANK.Wohneigentum“ konnten Privatpersonen bei der Finanzierung von selbst genutztem Eigentum mit EUR 394,8 Mio. unterstützt werden. Nach Angaben der NRW.BANK trugen die Förderaktivitäten zur Schaffung von rund 29.800 Arbeitsplätzen bei. Zudem wurden etwa 2.800 Klimaschutzprojekte sowie 5.600 Unternehmensvorhaben und weitere 1.200 Digitalisierungs- und Innovationsprojekte finanziert. Gabriela Pantring, Vorstandsvorsitzende der NRW.BANK, bezeichnete das deutlich gestiegene Fördervolumen als „starkes Signal für die Zukunftsfähigkeit unseres Landes“ und verwies dabei insbesondere auf das Vorantreiben der nachhaltigen und digitalen Transformation.

LfA Förderbank Bayern mit starkem Förderwachstum

Auch die LfA Förderbank Bayern (Ticker: BAYLAN) hat kürzlich ihre Halbjahreszahlen veröffentlicht und präsentierte dabei eine positive Entwicklung im Fördergeschäft. Insgesamt wurden Mittel i.H.v. EUR 1,6 Mrd. zugesagt, was einem Anstieg um +61% Y/Y entsprach. Insbesondere die Programmkredite, von denen mehr als 2.100 mittelständische Unternehmen sowie Kommunen profitierten, entwickelten sich im Vergleich zum Vorjahreszeitraum äußerst positiv (+65% Y/Y) und erreichten ein Volumen von EUR 1,5 Mrd. Die größte Nachfrage entfiel erneut auf Gründungs- und Wachstumskredite, die u.a. zur Finanzierung von Gründungen und Unternehmensnachfolgen dienen. Das Fördervolumen in diesem Segment belief sich auf EUR 485 Mio. Darüber hinaus verzeichneten die im vergangenen Jahr eingeführten Innovations- und Digitalisierungskredite einen Nachfrageanstieg um +20% Y/Y, was auf die hohe Investitionsbereitschaft im Bereich der digitalen und energetischen Transformation zurückzuführen war. Gleichzeitig unterstreicht das zugesagte Fördervolumen von EUR 375 Mio. für Projekte im Bereich erneuerbarer Energien die zunehmende Bedeutung nachhaltiger Investitionen. Zudem leistete der im Mai 2026 eingeführte „Gründungskredit Smart“ einen positiven Beitrag und ermöglichte insbesondere kleinen Gründungsunternehmen den Zugang zu Finanzierungsmitteln. Die positive Geschäftsentwicklung der LfA resultierte vor allem aus dem von der Bayerischen Staatsregierung im Jahr 2024 angestoßenen Ausbau des Instituts zur Mittelstands- und Transformationsbank. Mit der Erweiterung ihrer Förderprogramme, u.a. im Bereich der digitalen und ökologischen Transformation, hat die LfA ihre Rolle als wichtiger Finanzierungspartner der bayerischen Wirtschaft seit dem Frühjahr 2025 weiter gestärkt. Angehobene Darlehenshöchstbeträge, zunehmende Risikoentlastungen durch Haftungsfreistellungen sowie die Erweiterung der Risikokapitalfinanzierung erhöhten die Attraktivität der Förderinstrumente. Hubert Aiwanger, Bayerns Wirtschaftsminister und LfA-Verwaltungsratsvorsitzender, zeigte sich mit der Entwicklung des Förderinstituts sehr zufrieden und betonte dessen wichtige Rolle bei der Unterstützung der wirtschaftlichen Entwicklung des Freistaats.

Primärmarkt

Nach unserer veranstaltungsbedingten Pause können wir in dieser Ausgabe von einem regelrechten Emissionsfeuerwerk berichten, wobei insbesondere ESG-orientierte Investoren auf ihre Kosten kamen. Beginnen wir mit den „konventionellen“ Anleihen: Aus dem deutschen Ländersegment brachte das Saarland (Ticker: SAARLD) einen Floater (8y) im Umfang von EUR 500 Mio. zu +16bp gegenüber dem Sechs-Monats-Euribor an den Markt (Guidance: 6m-Euribor +17bp area; Orderbuch: EUR 1,2 Mrd.). Das Land Hessen (Ticker: HESSEN) folgte mit einer festverzinslichen Landesschatzanweisung (5y) i.H.v. EUR 1,25 Mrd. zu ms +9bp, wobei der Spread im Verlauf der Vermarktungsphase um einen Basispunkt gegenüber der Guidance reduziert werden konnte. Aus Österreich machte die ASFINAG (Ticker: ASFING) Nägel mit Köpfen und begab EUR 500 Mio. bei fünf Jahren Laufzeit zu ms +7bp (Guidance: ms +11bp area). Der Deal war siebenfach überzeichnet. Der kanadische Pensionsfonds CDP Financial (Ticker: CADEPO) nutzte ebenfalls die Gunst der Stunde und versorgte sich mit frischen EUR 1,25 Mrd. im siebenjährigen Laufzeitsegment zu ms +33bp. Aufgrund des Orderbuchs i.H.v. EUR 7 Mrd. gelang eine Einengung des Spreads um drei Basispunkte. Für die beiden vorgenannten Agencies handelte es sich um die ersten Deals im EUR-Benchmarksegment in diesem Jahr. Demgegenüber stand der Asian Development Bank (Ticker: ASIA) der Sinn nach EUR 1,25 Mrd. bei sieben Jahren Laufzeit, die zu ms +12bp gepreist wurden (Guidance: ms +15bp area; Bid-to-cover-Ratio: 7,4x). Widmen wir uns nun der Flut an ESG-Transaktionen: Aus dem französischen Agency-Segment emittierte die Unédic (Ticker: UNEDIC) einen [Social Bond](#) (2y) im Umfang von EUR 2 Mrd. zu OAT +10bp (entsprach circa ms +4bp). Das Orderbuch füllte sich dabei auf EUR 8,3 Mrd., sodass im Laufe der Vermarktungsphase ein Spreadtightening um drei Basispunkte möglich war. Es folgte die ACOSS (Ticker: ACOSSL), die ebenfalls mit einer [sozialen Anleihe](#) (2y) auf die Investoren zuzug und EUR 2 Mrd. guidancegemäß zu OAT +15bp printete (entsprach circa ms +5bp, Bid-to-cover-Ratio: 1,3x). Der Supply aus der „Grande Nation“ wurde komplettiert von der Förderbank Bpifrance (Ticker: BPIFRA), welche sich ihrerseits für einen [Social Bond](#) (4y) entschied und frische EUR 1,25 Mrd. zu final OAT +15bp (entsprach circa ms +37bp, Guidance: OAT +20bp area) platzierte. Für ein Ausrufezeichen sorgte des Weiteren der niederländische Stromnetzbetreiber TenneT NL (Ticker: TENNNL), der mit einer [grünen](#) Dual Tranche aufwartete: Der kürzerlaufende Bond mit sieben Jahren Laufzeit wies dabei ein Volumen i.H.v. EUR 1,5 Mrd. auf und wurde zu ms +15bp gepreist (Guidance: ms +18bp area), während die längerlaufende Tranche (15y) im Umfang von 1 Mrd. zu ms +37bp (Guidance: ms +40bp area) an den Markt kam. Die Überzeichnungsquoten lagen bei 5,3x respektive 10x. Darüber hinaus emittierte die NWB (Ticker: NEDWBK) einen [Social Bond](#) (5y) i.H.v. EUR 1,25 Mrd. zu ms +9bp (Guidance: ms +12bp area; Orderbuch: EUR 2,6 Mrd.). Der finnische Kommunalfinanzierer Municipality Finance (Ticker: KUNTA) wagte sich zudem in Gestalt eines [Green Bonds](#) (5y) aufs Parkett und sammelte auf diesem Weg EUR 1 Mrd. zu ms +8bp ein (Guidance: ms +11bp area, Orderbuch: EUR 8,1 Mrd.). Am gestrigen Dienstag kam sodann auch frischer ESG-Supply aus Deutschland: Die Bayerische Landesbodenkreditanstalt (Ticker: BYLABO) nutzte das konstruktive Marktumfeld und emittierte eine [soziale Benchmark](#) i.H.v. EUR 500 Mio. bei zehnjähriger Laufzeit zu final ms +24bp. Im Laufe des Bookbuildings summierten sich die Orders auf final EUR 1,9 Mrd., sodass eine Einengung gegenüber der Guidance um zwei Basispunkte gelang. Für den Deal haben wir [transaktionsbegleitendes Research](#) veröffentlicht. Aus dem Land der aufgehenden Sonne war die Development Bank of Japan (Ticker: DBJJP) erstmals in diesem Jahr am EUR-Primärmarkt aktiv und versorgte sich dabei mit frischen EUR 550 Mio. in Form eines [Sustainability Bonds](#) im vierjährigen Laufzeitsegment zu ms +23bp (Guidance: ms +28bp area). Vor dem Hintergrund des finalen Orderbuchs i.H.v. EUR 5,6 Mrd. war der Deal mehr als zehnfach überzeichnet.

Primärmarkt (fortgesetzt)

Das größte einzelne Volumen in den vergangenen zwei Handelswochen brachte indes die EIB unter gleichlautendem Ticker auf die Waage: Der Supranational begab einen EUR 5 Mrd. schweren [Climate Awareness Bond](#) bei fünf Jahren Laufzeit im Rahmen seines EARN-Programms. Das Pricing erfolgte zu ms +6bp. Die aggregierten Orders summierten sich zum Ende der Vermarktungsphase auf EUR 46,5 Mrd., sodass der Reoffer-Spread drei Basispunkte unter der Guidance lag. Neben den Neuemissionen haben wir darüber hinaus auch drei Taps der Europäischen Union (Ticker: EU) auf dem Notizzettel. Im Rahmen der letzten Anleiheauktion wurden wieder drei Bonds aufgestockt: Die EU 13/10/2031 (Kupon: 2,875%) wurde dabei um EUR 2,2 Mrd. im Volumen vergrößert, die EU 12/12/2036 (Kupon: 3,25%) wurde ihrerseits um EUR 2,3 Mrd. getappt und die EU 12/12/2040 (Kupon: 3,625%) wurde um EUR 1,8 Mrd. aufgestockt. Die Bid-to-cover-Ratios beliefen sich auf 1,2x sowie 1,5x respektive 1,2x. Nachträgliche Allokationen im Rahmen der Mehrzuteilungsoption fanden nicht statt. Auch für die unmittelbare Zukunft bleibt die Pipeline weiterhin gut gefüllt: Die Freie und Hansestadt Hamburg (Ticker: HAMBRG) beabsichtigt die Emission einer in EUR-denominierten Landesschatzanweisung im Benchmarkformat und einer Laufzeit von sechs Jahren. Zudem hat die Förderbank Agence Française de Développement (Ticker: AGFRNC) für eine EUR-Benchmark im kurzen achtjährigen Laufzeitsegment mandatiert. Darüber hinaus hat die EU einen RfP für die zweite syndizierte Transaktion in H2/2026 an die relevante Bankengruppe verschickt.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
NEDWBK	NL	08.09.	XS3504737001	5.1y	1.25bn	ms +9bp	- / Aaa / AAA	X
BYLABO	DE	08.09.	DE000A161R93	10.0y	0.50bn	ms +24bp	- / Aaa / -	X
ASIA	SNAT	08.09.	XS3504828735	7.3y	1.00bn	ms +12bp	AAA / Aaa / AAA	-
BPIFRA	FR	07.09.	FR001401AQN6	4.5y	1.25bn	ms +37bp	A+ / Aa3 / -	X
TENNNL	NL	03.09.	XS3495741798	15.0y	1.00bn	ms +37bp	- / Aaa / AAA	X
TENNNL	NL	03.09.	XS3495741525	7.0y	1.50bn	ms +15bp	- / Aaa / AAA	X
KUNTA	Nordics	03.09.	XS3500110997	5.0y	1.00bn	ms +8bp	- / Aa1 / AA+	X
DBJJP	Other	02.09.	XS3465635830	4.0y	0.55bn	ms +23bp	- / A1 / A	X
ACOSL	FR	02.09.	FR0129816759	2.0y	2.00bn	ms +5bp	A+ / Aa3 / A+	X
EIB	SNAT	02.09.	EU000A4E0ET7	5.4y	5.00bn	ms +6bp	AAA / Aaa / AAA	X
HESEN	DE	01.09.	DE000A1RQFH0	5.0y	1.25bn	ms +9bp	- / - / AA+	-
ASFING	AT	01.09.	XS3496782338	5.0y	0.50bn	ms +7bp	- / Aa1 / AA+	-
CADEPO	CA	26.08.	XS3487744172	7.0y	1.25bn	ms +33bp	AAA / Aaa / AAA	-
UNEDIC	FR	26.08.	FR001401AOR2	2.0y	2.00bn	ms +4bp	- / Aa3 / A+	X
SAARLD	DE	26.08.	DE000A383U58	8.0y	0.50bn	6mE +16bp	AAA / - / -	-

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

Covered Bonds

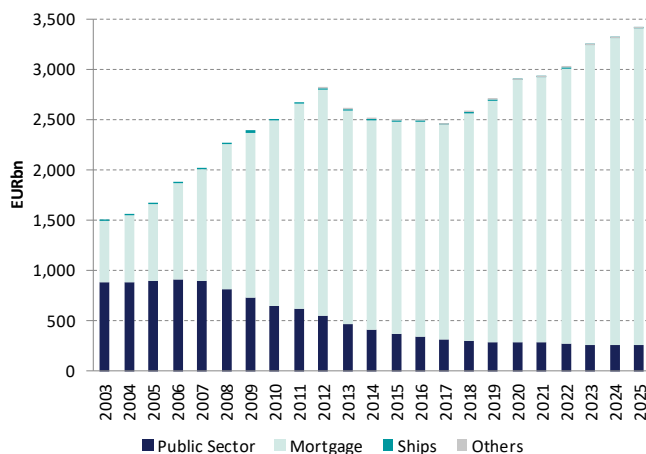
ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2025

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

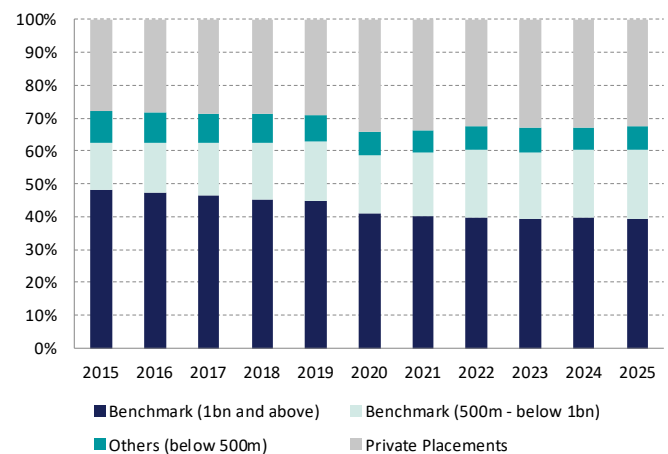
Global ausstehendes Covered Bond-Volumen beläuft sich auf EUR 3.432,2 Mrd.

Vor wenigen Tagen hat das European Covered Bond Council (ECBC) seine [Jahresstatistik für den globalen Covered Bond-Markt](#) vorgelegt. Berichtsstichtag für die Datenbasis, die in ihrer aktuellen Auflage insgesamt 430 Programme von 329 Emittenten aus 36 Staaten erfasst, ist der 31. Dezember 2025. Die ECBC-Jahresstatistik, die mit Blick auf die Abdeckung des globalen Marktes für gedeckte Schuldverschreibungen eine einmalige Datenbasis darstellt, zeigt einen Zuwachs des ausstehenden Volumens an. So ergibt sich ein Anstieg um EUR 99,0 Mrd. (+3,0% Y/Y). Mit einem Volumen von nunmehr EUR 3.432,2 Mrd. erreicht der Covered Bond-Markt damit das höchste Niveau seit Erhebung der Datenbasis (Beginn: 2003). Mit EUR 641,8 Mrd. wurde zwar das Neuemissionsvolumen aus dem Vorjahr (EUR 529,6 Mrd.) übertroffen, blieb aber noch deutlich hinter dem Rekordwert von EUR 689,4 Mrd. aus dem Jahr 2023 zurück.

Covered Bond-Volumen nach Assetklasse



Covered Bond-Volumen nach Emissionsgröße



Quelle: ECBC, Emittenten, NORD/LB Floor Research

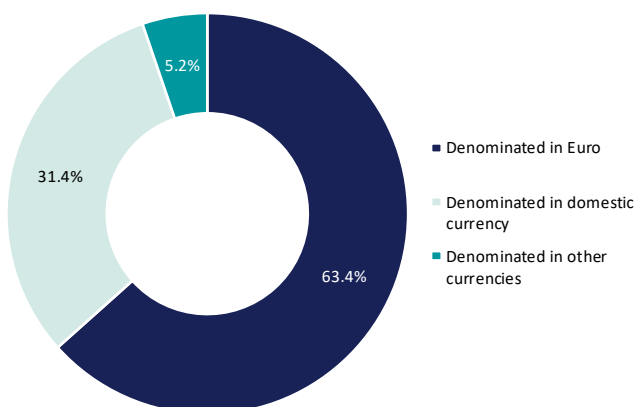
Trendwende zeichnet sich bei den öffentlich besicherten Covered Bonds ab

Im Jahr 2025 ist das ausstehende Volumen in den zwei größten Unterkategorien weiter angestiegen. Der nominell größte Anstieg entfiel mit EUR +91,7 Mrd. (+3,0% Y/Y) auf die Kategorie „Mortgages“, wohingegen die öffentlich besicherten Covered Bonds mit +3,4% (bzw. EUR +8,5 Mrd.) den größten relativen Zuwachs im Jahresvergleich auf sich vereinten. Damit verzeichnete die Kategorie „Public Sector“ den ersten Anstieg seit dem Jahr 2021. Entsprechend kann unserer Ansicht nach von einer sich abzeichnenden leichten Trendwende gesprochen werden, nachdem in den vergangenen Jahren die öffentlich besicherten Covered Bonds mehr und mehr an Bedeutung verloren haben. Im Kontrast dazu stehen für die Kategorien „Ships“ und „Others“ jeweils Rückgänge von EUR -1,2 Mrd. (-17,7% Y/Y) bzw. EUR -76 Mio. (-0,6%) zu Buche. Die Kategorie „Mortgages“ vereint in der aktuellen Statistik nunmehr EUR 3.152,4 Mrd. auf sich und bleibt mit einem Anteil am Gesamtvolumen von 91,8% die mit Abstand größte Assetklasse am internationalen Covered Bond-Markt.

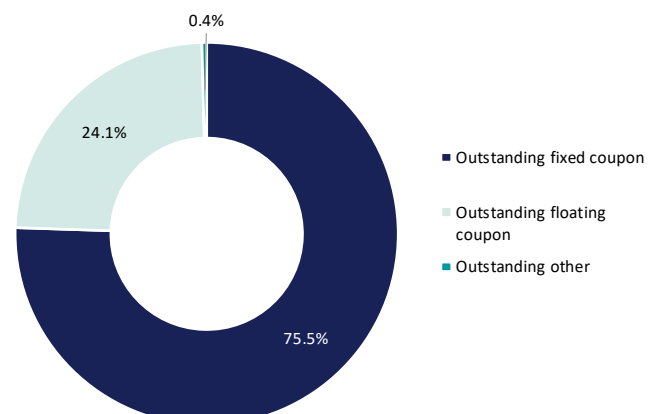
EZB könnte Haircuts für Retained Covered Bonds zukünftig erhöhen

Mit Blick auf die seit 2012 mitveröffentlichte Platzierungsart haben sich auch in 2025 einige nennenswerte Veränderungen ergeben. Insbesondere das Volumen an einbehaltenen Emissionen, die in der Kategorie „Private Placements“ mit abgebildet werden, stand dabei im Mittelpunkt, da diese u.a. durch geldpolitische Maßnahmen an Bedeutung gewonnen hatten. Einsatz finden die Retained Covered Bonds u.a. zur Steuerung von Liquiditätskennzahlen. So stieg das Volumen ausstehender Private Placements (EUR 1.112 Mrd.) in der Eurozone im Vergleich zum Vorjahr (EUR 1.067 Mrd.) um +1,3% und notierte auf einem neuen Rekordniveau. Nichtsdestoweniger ist der relative Anteil von Covered Bonds in diesem Format in den letzten Jahren weitestgehend stabil und verzeichnete in 2025 sogar einen Rückgang um 50 Basispunkte. Regional bestehen jedoch deutliche Unterschiede bei der Entwicklung der Private Placements. So verzeichneten wir insbesondere im Jahr 2023 einen deutlichen Anstieg des ausstehenden Volumens (+27,5% Y/Y), was vor allem auf das hohe Emissionsvolumen an Retained Covered Bonds zurückgeführt werden kann. Der Anteil von Covered Bonds der Kategorie „Private Placements“ am Gesamtvolumen lag in Frankreich im Jahr 2025 bei 48,1%, während er im Jahr 2022 noch 37,0% betrug. Bewegung in die Debatte könnte die mögliche Anhebung des Haircuts für Retained Covered Bonds durch die EZB bringen. Diese bereitet zurzeit eine [Überarbeitung ihres Risikokontrollrahmens](#) für geldpolitische Kreditgeschäfte vor. Darin wird auch eine „Optimierung“ der Haircutkriterien für Retained Covered Bonds in Aussicht gestellt. Mit einer überarbeiteten Version des Risikokontrollrahmens ist frühestens gegen Ende des Jahres 2026 zu rechnen.

Covered Bond-Volumen nach Währungen



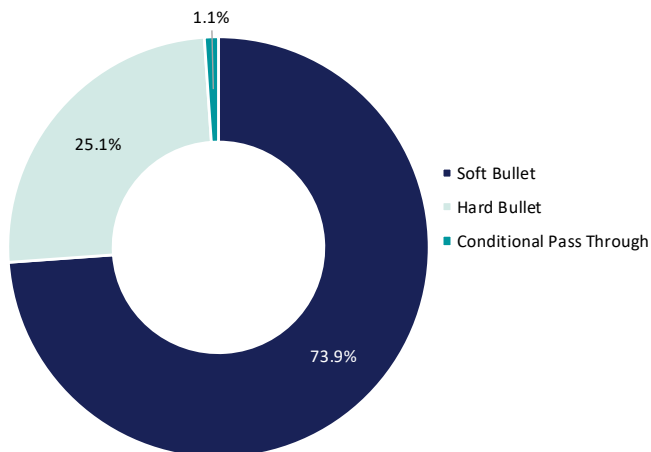
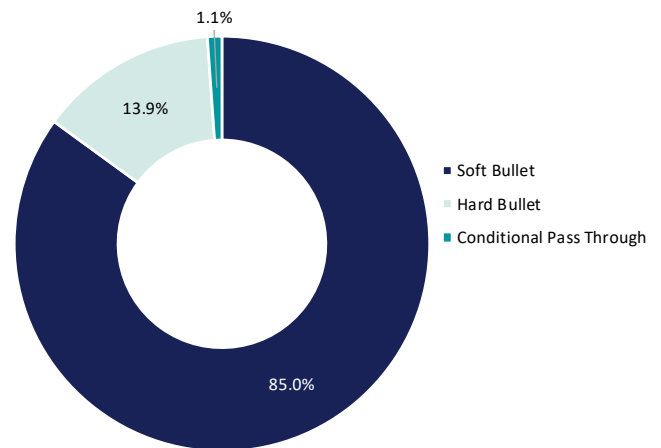
Covered Bond-Volumen nach Art des Kupons



Quelle: ECBC, NORD/LB Floor Research

Emissionen mit fixem Kupon dominant und EUR-Emissionen mit größtem Anteil

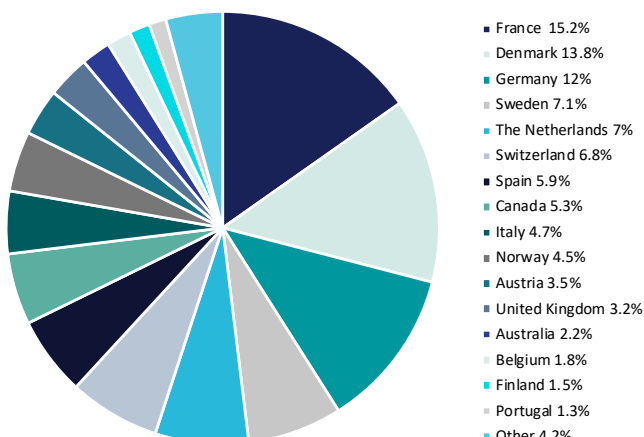
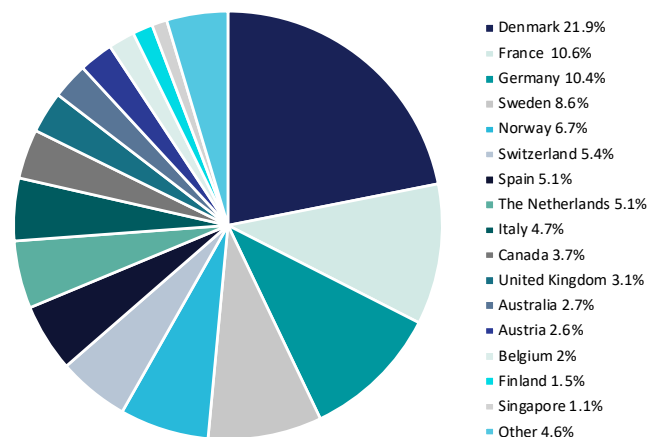
Die Verteilung des ausstehenden Volumens nach der Kuponart ist weitestgehend unverändert. Mit 75,5% (2024: 76,4%) haben Covered Bonds mit fixem Kupon dementsprechend weiterhin das größte Gewicht. Bei den neu begebenen Anleihen lag der Anteil fixer Kupons bei 65,2% (Vorjahr: 69,9%). Im Hinblick auf die Währungsverteilung überwiegt mit 63,4% des Gesamtmarktvolumens der Anteil der in EUR denominierten Covered Bonds. Bei den neu platzierten Anleihen lag der Euroanteil bei 54,7% (2024: 53,0%). Mit 41,8% ist der Anteil der „Heimatswährung“ am Neuemissionsvolumen außerhalb des Euroraums vergleichsweise hoch. Bedeutend ist hier einmal mehr der dänische Covered Bond-Markt: Aus der Jurisdiktion stammten 2025 immerhin umgerechnet EUR 131,8 Mrd. der insgesamt EUR 258,0 Mrd. Covered Bonds in Heimatswährung.

Covered Bond-Volumen – Rückzahlungsstruktur**Covered Bond-Neuemissionen – Rückzahlungsstruktur**

Quelle: ECBC, NORD/LB Floor Research

Rückzahlungsstrukturen: Soft Bullets mit größtem Anteil bei Emissionen

Die aktuellen ECBC-Daten zeigen mit Blick auf das Volumen an ausstehenden Bonds einen stetig wachsenden Anteil an Soft Bullet-Strukturen (2025: 73,9%). So stieg das Volumen über die letzten zehn Jahre konstant an. Dieser Trend wurde insbesondere durch die EU-Covered Bond-Harmonisierung unterstützt, welche die Emission dieser Strukturen in deutlich mehr Jurisdiktionen ermöglicht. Mit Umsetzung der EU-Richtlinie in deutsches Recht ist es beispielsweise seit 2021 nicht mehr möglich, Pfandbriefe mit einer Hard Bullet-Struktur zu emittieren. Somit entfällt das gesamte Neuemissionsvolumen von deutschen Pfandbriefen (2025: EUR 66,8 Mrd.) auf Bonds mit einer Soft Bullet-Struktur. Auch bei den neu emittierten Bonds in 2025 machen wenig überraschend die Soft Bullets mit 85,0% den größten Anteil aus. Am aktuellen Rand gehen wir auch nicht von einer Trendumkehr aus, die zu verstärkten Emissionen von Hard Bullet Covered Bonds führen dürfte. Dies sollte perspektivisch den Status der Soft Bullet Covered Bonds, als den Marktstandard weiter verstärken, sodass Hard Bullet und CPT-Covered Bonds zunehmend zu Randerscheinungen werden dürften.

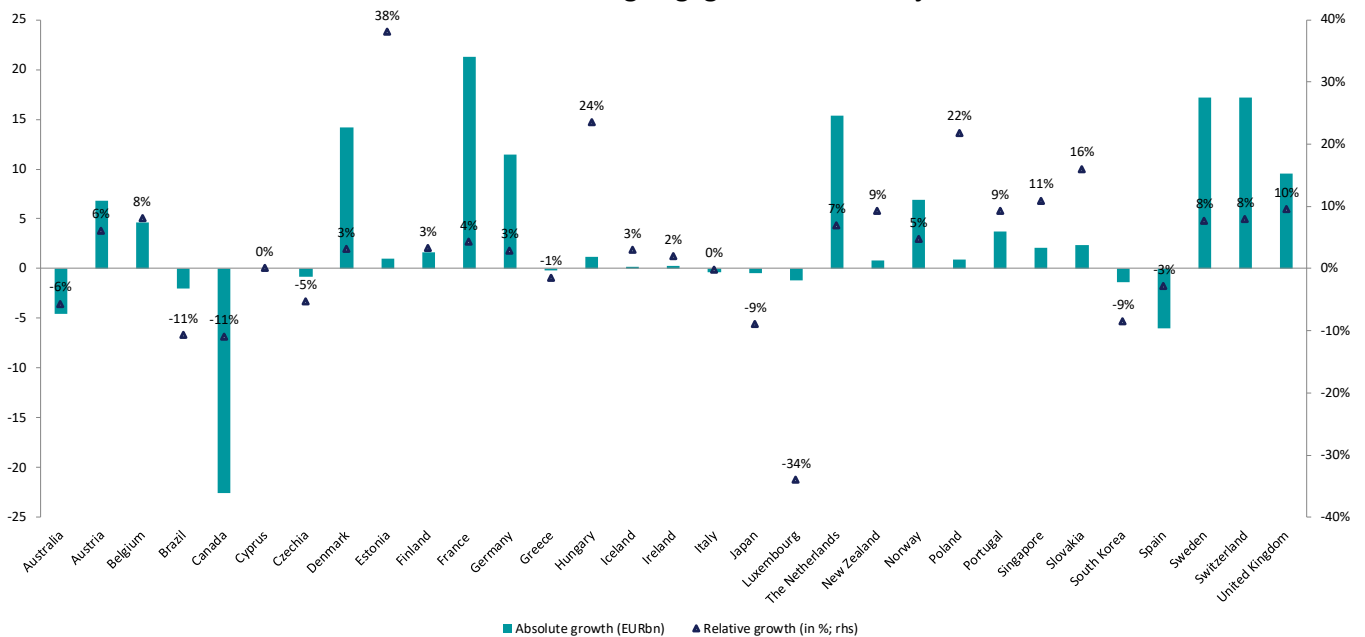
Covered Bond-Volumen – nach Herkunft¹**Covered Bond-Neuemissionen – nach Herkunft¹**¹ Die Kategorie „Other“ umfasst alle Staaten mit einem Anteil von weniger als 1%

Quelle: ECBC, NORD/LB Floor Research

Französische Emittenten bei ausstehendem Volumen auf Rang 1

Das höchste ausstehende Volumen entfällt per Ende 2025 auf Frankreich (EUR 522,9 Mrd.), gefolgt von Dänemark mit EUR 474,0 Mrd. Damit zeigt sich die Rangfolge an der Spitze im Vergleich zum Vorjahr weitestgehend unverändert. Anekdotisch ist jedoch darauf hinzuweisen, dass der dänische Covered Bond-Markt bis vor wenigen Jahren der größte weltweit war. Frankreich übernahm im Jahr 2023 die Spitzenposition von Dänemark, nachdem die französischen Emittenten in erheblichem Umfang Retained Covered Bonds emittiert hatten. In der Rangfolge des höchsten ausstehenden Volumens folgt nach Frankreich und Dänemark auf Rang 3 Deutschland (EUR 410,9 Mrd.) mit einem Anteil von 12,0%. Mit Blick auf die Neuemissionen im Jahr 2025 belegte Dänemark den ersten Rang. Das Emissionsvolumen lag bei EUR 140,1 Mrd. mit einem Anteil von 21,9%. Auf dem zweiten Rang folgt Frankreich mit EUR 68,1 Mrd. bzw. 10,6%. Der dritte Platz geht auch hier an Deutschland (EUR 66,8 Mrd.; 10,4%), gefolgt von Schweden (EUR 55,1 Mrd. bzw. 8,6%) und Norwegen (EUR 43,2 Mrd.; 6,7%) auf den nachfolgenden Rängen.

Ausstehendes Covered Bond-Volumen – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr



Quelle: ECBC, NORD/LB Floor Research

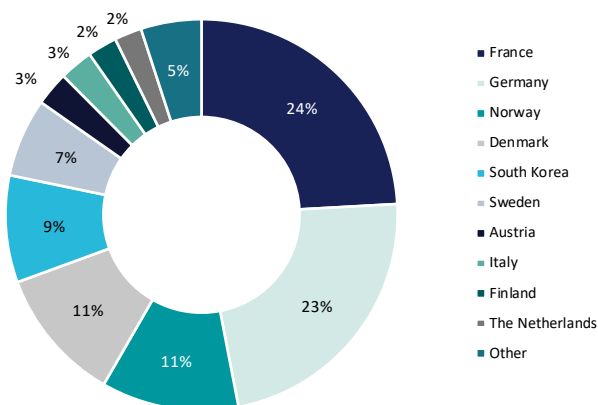
Veränderungen im ausstehenden Volumen: Kanada und Spanien mit Rückgängen

Auf Jurisdiktionsbasis betrachtet ergeben sich durchaus spürbare Veränderungen am insgesamt ausstehenden Covered Bond-Volumen. Nominal stieg im Betrachtungszeitraum das Volumen in Frankreich am stärksten an – um EUR 21,2 Mrd. bzw. +4,2% Y/Y. Auch der schwedische (EUR +17,2 Mrd. bzw. +7,6% Y/Y) und der schweizerische Markt (EUR +17,2 Mrd. bzw. +7,9% Y/Y) wiesen im Jahr 2025 ein deutliches Wachstum auf. Die Schweiz ist dahingehend besonders, als dass die heimische Währung den Markt dominiert. Außerdem wird der Markt für gesetzliche Covered Bonds ausschließlich durch die beiden autorisierten Institute „Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken AG“ sowie „Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute AG“ gestellt. Das Emissionsvolumen in 2025 (EUR 34,6 Mrd.) wurde maßgeblich durch diese „gesetzlichen Emittenten“ bereitgestellt. Hingegen sind in Kanada (EUR -22,6 Mrd. bzw. -11,0% Y/Y) und Spanien (EUR -6,0 Mrd. bzw. -2,9% Y/Y) schrumpfende Covered Bond-Märkte zu verzeichnen.

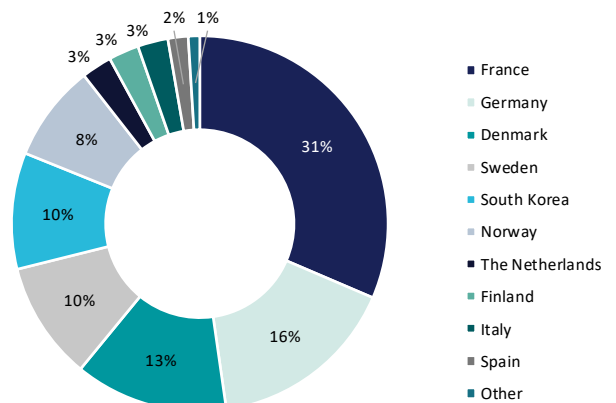
Anzahl der ESG-Emittenten sinkt, bei steigendem ausstehendem Volumen

Die ECBC-Jahresstatistik leistet seit einigen Jahren einen bedeutenden Beitrag zur Verbreiterung der Datenbasis zu „Sustainable Covered Bonds“. Unter diesem Begriff fasst die ECBC alle Covered Bonds zusammen, die den Weg zu einer klimaneutralen Transformation unterstützen sowie nachhaltiges Wachstum, Stabilität und den gemeinsamen Wohlstand fördern. „Sustainable Covered Bonds“ werden in den Formaten „Green“, „Social“ und „Sustainable“ emittiert. Für das Jahr 2025 steht hier ein ausstehendes Volumen von EUR 144,4 Mrd. (Vorjahr: EUR 131,2 Mrd.) zu Buche, was einem Anteil von 4,2% am Gesamtvolumen entspricht (Vorjahr: 4,0%). Im Hinblick auf neu platzierte Anleihen lässt sich auf Basis der ECBC-Daten der Anteil von ESG-Covered Bonds auf 4,5% (2024: 5,9%) beziffern. Dies entspricht einem Volumen von EUR 28,8 Mrd. Von den derzeit in der ECBC-Statistik geführten 329 Covered Bond-Emittenten gelten 79 Institute als „Sustainable Issuer“. Damit ist die Zahl der aktiven ESG-Emittenten zum ersten Mal seit Beginn der Datenerfassung gesunken. Diesen Rückgang führen wir insbesondere auf Fusions- und Übernahmeaktivitäten zurück. Exemplarisch kann hierfür die vollständige Integration der Berlin Hyp in die Landesbank Baden-Württemberg herangezogen werden, wodurch aus zwei aktiven Emittenten von ESG-Pfandbriefen einer wurde. Trotz der sinkenden Anzahl an Emittenten in diesem Segment rechnen wir nicht mit einem strukturell sinkenden Volumen an ESG-Covered Bonds. Darauf deuten auch die ersten Emissionen nachhaltiger Covered Bonds unter dem European Green Bond Standard hin, die im Jahr 2026 erfolgreich platziert werden konnten.

ESG-Covered Bond-Volumen – nach Herkunft



ESG-Covered Bond-Neuemissionen – nach Herkunft



Quelle: ECBC, NORD/LB Floor Research

Fazit und Ausblick

Auch in diesem Covered Bond-Jahr haben wir die Möglichkeit genutzt, anhand der ECBC-Jahresstatistik Rückschlüsse auf strukturelle Veränderungen am Covered Bond-Markt zu ziehen. Die Auswertung der jährlich erscheinenden Datenbasis dient uns zudem seit einigen Jahren regelmäßig dazu, Beobachtungen aus dem Vorjahr einzuordnen. Insgesamt blieb der Covered Bond-Markt auch in 2025 seinem Wachstumspfad treu und verzeichnete ein Plus des ausstehenden Volumens von +3,0% im Vergleich zum Vorjahr. Geographisch entfällt dabei der größte Anteil weiterhin auf die Jurisdiktionen Frankreich, Dänemark sowie Deutschland. Für das Berichtsjahr 2026 erwarten wir in der Vorausschau ein leicht stärkeres Neuemissionsvolumen als in 2025, insbesondere bei den EUR-Benchmarks. Den Trend zur vermehrten Emission von ESG-Covered Bonds sehen wir als ungebrochen an.

SSA/Public Issuers

Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies

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

General framework und Temporary framework definieren Sicherheitenregeln

Im Rahmen ihres Statuts ist ein Zugang zu EZB-Liquidität ausschließlich auf besicherter Basis möglich. Welche Assets dabei als Sicherheiten genutzt werden können, definiert die EZB über ihr *General framework* sowie ihr *Temporary framework*. Speziell für Anleihen staatsnaher Emittenten ergeben sich zum Teil deutliche Unterschiede bei der Zulassung als Sicherheiten, weshalb wir uns im Folgenden den EZB-Repo-Regeln detaillierter widmen.

Sicherheitenregelungen im Überblick (Zusammenfassung gem. General framework)

Zulassungskriterien	Marktfähige Sicherheiten	Nicht-marktfähige Sicherheiten
Art der Sicherheit	EZB-Schuldverschreibungen und sonstige marktfähige Schuldtitel (Art. 60)	Kreditforderungen und Schulscheindarlehen (Art. 89)
Bonitätsanforderungen	Die Sicherheit muss den hohen Bonitätsanforderungen genügen. Diese werden anhand der ECAF-Regeln (Eurosystem credit assessment framework) für marktfähige Sicherheiten beurteilt. (Art. 59)	Der Schuldner/Garant muss den hohen Bonitätsanforderungen genügen. Die Kreditwürdigkeit wird anhand der ECAF-Regeln für Kreditforderungen beurteilt. (Art. 92)
Emissionsort	Auf EUR lautende Schuldtitel müssen im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) und auf Pfund Sterling, Yen oder US-Dollar lautende Schuldtitel im Euro-Währungsgebiet jeweils bei einem Zentralverwahrer begeben werden, der i) ein zugelassenes Wertpapierabwicklungssystem oder ii) ein Wertpapierabwicklungssystem mit einer zugelassenen Verbindung zu einem zugelassenen Wertpapierabwicklungssystem betreibt (Art. 66)	-
Abwicklungs-/Bearbeitungsverfahren	Schuldtitel müssen stückellos übertragbar sein und in Mitgliedsstaaten, deren Währung der Euro ist, auf einem Konto bei einer nationalen Zentralbank (NZB) oder einem zugelassenen Wertpapierabwicklungssystem gehalten und abgewickelt werden, sodass das Wirksamwerden ihrer Bestellung als Sicherheit und ihre Verwertung als solche nach dem Recht eines Mitgliedsstaats erfolgt/erfolgen kann, dessen Währung der Euro ist (Art. 67)	Kreditforderungen sind gemäß Verfahren des Eurosystems abzuwickeln, die in den entsprechenden nationalen Umsetzungsakten der NZBen festgelegt sind (Art. 98)
Art des Emittenten/Schuldners/Garanten	NZBen, öffentliche Stellen, Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag, privater Sektor, multilaterale Entwicklungsbanken oder internationale Organisationen (Art. 69)	Öffentliche Stellen, nichtfinanzielle Unternehmen, multilaterale Entwicklungsbanken oder internationale Organisationen (Art. 95)
Sitz des Emittenten, Schuldners oder Garanten	Emittent: EWR oder G-10-Länder außerhalb des EWR, bei mehreren Emittenten gilt diese Anforderungen für jeden einzelnen Emittenten; Schuldner: EWR; Garant: EWR (Art. 70)	Schuldner: Euro-Währungsgebiet (Art. 96)
Zulässige Märkte	Geregelte Märkte im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU , von der EZB zugelassene nicht geregelte Märkte (Art. 68)	-
Währung	Euro oder eine der früheren Währungen der Mitgliedsstaaten, deren Währung der Euro ist; Pfund Sterling, japanischer Yen oder US-Dollar (Art. 65). Bei Schuldtiteln, die nicht auf Euro lauten, muss der Emittent seinen Sitz im EWR haben.	Euro oder eine der früheren Währungen der Mitgliedsstaaten, deren Währung der Euro ist (Art. 94)

Quelle: [EZB, Leitlinie \(EU\) 2015/510](#), NORD/LB Floor Research

Sicherheitenregelungen im Überblick (gem. General framework) (fortgeführt)

Zulassungskriterien	Marktfähige Sicherheiten	Nicht-marktfähige Sicherheiten
Art der Verzinsung (Kuponstruktur)	Schuldtitel müssen bis zu ihrer endgültigen Rückzahlung entweder i) fest verzinst, abgezinst oder mehrstufig verzinst sein, wobei Zinstermine und -beträge im Voraus ausgewiesen sind, ii) variabel verzinst und nur an zugelassene Referenzindizes gebunden sein oder iii) mehrstufig oder variabel verzinst sein, wobei die Stufen von Nachhaltigkeitsperformancezielen abhängig sind (Art. 63)	Kreditforderungen müssen entweder i) abgezinst, ii) festverzinst oder iii) variabel verzinst, d.h. an einen zugelassenen Referenzzinssatz geknüpft, sein (Art. 90)
Mindestbetrag	-	Mindestbetrag zum Zeitpunkt der Einreichung der Kreditforderung (Art. 93): - Inländische Nutzung: TEUR 25 oder einen höheren Betrag, der von der Heimat-NZB festgelegt wird; - Grenzüberschreitende Nutzung: Mindestbetrag von EUR 0,5 Mio.
Rechtsgrundlage	Bei ABS muss der Erwerb der Cashflow generierenden Vermögenswerte durch die Zweckgesellschaft dem Recht eines EU-Mitgliedsstaats unterliegen. Das Recht, dem die Cashflow generierenden Vermögenswerte unterliegen, muss das Recht eines EWR-Mitgliedsstaats sein (Art. 75)	Geltendes Recht für den Vertrag über die Kreditforderung und ihre Nutzung als Sicherheit (Art. 97): Recht eines Mitgliedsstaats, dessen Währung der Euro ist. Es dürfen höchstens zwei Rechtsordnungen gelten für: a) den Geschäftspartner, b) den Gläubiger, c) den Schuldner, d) den Garanten (falls zutreffend), e) den Vertrag über die Kreditforderung, f) die Vereinbarung zur Nutzung der Kreditforderungen als Sicherheit
Grenzüberschreitende Nutzung	Ja (Art. 148)	Ja (Art. 93)

Quelle: [EZB, Leitlinie \(EU\) 2015/510](#), NORD/LB Floor Research**Exakte Abgrenzung möglicher Sicherheiten durch jeweilige Definitionen**

Als Sicherheit akzeptiert die EZB gemäß Teil 4, Titel II, Abschnitt 1, Art. 62 und 63 des *General framework* Anleihen mit fixem, unbedingtem Nominalvolumen (im Gegensatz z.B. zu Wandelanleihen) sowie Bonds, deren Kapitalbetrag pauschal an einen Referenzzinssatz für auf EUR, GBP, JPY oder USD lautende Schuldtitel gebunden ist, der wiederum nur an einen inländischen Inflationsindex gekoppelt ist. Sicherheiten, die Optionsscheine oder ähnliche Rechte beinhalten, sind ausdrücklich nicht notenbankfähig. Neben fixen Kupons sind Anleihen ohne Kuponzahlung (Zero Coupons), oder variabler Zinszahlung, die sich an einem Referenzzinssatz wie dem €STR oder Euribor für EUR-Titel orientieren (zugelassene Referenzzinssätze für Fremdwährungen werden in Art. 63(1)(b)(ia) definiert), oder von unabhängigen Dritten geprüften Nachhaltigkeitsperformancezielen abhängen, eligible. Auch EUR-Bonds mit Ausgestaltungen, bei denen die Kuponzahlung an die Rendite einer Staatsanleihe oder an einen Index von mehreren Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet mit einer Laufzeit von höchstens einem Jahr erfolgen, sind für eine Besicherung möglich.

Temporary framework erweitert Sicherheitenregeln

Abgesehen von Assets, die diese Zulassungskriterien erfüllen, erweitern die *Temporary frameworks* die Kriterien zum Teil. So ist etwa gemäß [Leitlinie \(EU\) 2014/528](#) das Aussetzen der Bonitätsschwellenwerte von Schuldtiteln, welche von an IWF oder EU-Programmen beteiligten Ländern begeben oder garantiert wurden, möglich, solange die betreffenden Staaten nach Einschätzung des EZB-Rates die mit der finanziellen Unterstützung und/oder dem makroökonomischen Programm verbundenen Auflagen erfüllen.

Bewertungsabschlag für Sicherheiten ergibt sich aus der Zuordnung zu einer Haircutkategorie

EZB-fähige Sicherheiten (marktfähig) werden in fünf Haircutkategorien unterteilt, die sich hinsichtlich der Emittentenklassifizierung und der Art der Sicherheit unterscheiden. Die Haircutkategorie ist dabei maßgeblich für die Bewertungsabschläge, denen bestimmte Schuldtitel unterliegen. Die Abschläge unterscheiden sich zudem je nach Restlaufzeit und Kuponstruktur, wobei die Bewertungsabschläge für Anleihen mit variablen Kupons denen festverzinslicher Bonds (der jeweiligen Kategorie) entsprechen. Die in der Tabelle dargestellten Haircutkategorien werden in der [Leitlinie \(EU\) 2016/65](#) definiert.

Haircutkategorien im Überblick

Kategorie I	Kategorie II	Kategorie III	Kategorie IV	Kategorie V
Von Zentralstaaten begebene Schuldtitel	Von lokalen oder regionalen Gebietskörperschaften begebene Schuldtitel	Schuldtitel, die von nicht-finanziellen Unternehmen, Unternehmen des staatlichen Sektors oder Institutionen, die Nichtkreditinstitute sind, welche die in Anhang XIIa der Leitlinie (EU) 2015/510 (EZB/2014/60) festgelegten quantitativen Kriterien nicht erfüllen, begeben wurden	Unbesicherte Schuldtitel, die von Kreditinstituten oder Institutionen, die Kreditinstitute sind, welche die in Anhang XIIa der Leitlinie (EU) 2015/510 (EZB/2014/60) festgelegten quantitativen Kriterien nicht erfüllen, begeben wurden	Asset-Backed Securities
Von der Europäischen Union begebene Schuldtitel	Schuldtitel, die von Emittenten (Kreditinstituten und Nichtkreditinstituten) begeben wurden, die vom Eurosystem als Institution mit öffentlichem Förderauftrag klassifiziert werden und welche die in Anhang XIIa der Leitlinie (EU) 2015/510 (EZB/2014/60) festgelegten quantitativen Kriterien erfüllen		Von finanziellen Unternehmen, die keine Kreditinstitute sind, begebene unbesicherte Schuldtitel	
Schuldverschreibungen, die von den NZBen der Mitgliedsstaaten begeben wurden, deren Währung nicht der Euro ist	Von multilateralen Entwicklungsbanken und anderen internationalen Organisationen als der Europäischen Union begebene Schuldtitel Gesetzlich geregelte gedeckte Schuldverschreibungen Multi-cédulas			

Quelle: [EZB](#), NORD/LB Floor Research

Ausgewählte Fremdwährungen nunmehr Teil des allgemeinen Sicherheitenrahmens

Mit Wirkung zum 30. März 2026 erfuhr die Leitlinie (EU) 2016/65 eine Änderung durch die [Leitlinie \(EU\) 2026/690](#). Mit Inkrafttreten dieser werden fortan marktfähige Sicherheiten, die in USD, GBP und JPY denominiert sind, aus dem zeitlich befristeten Sicherheitenrahmen in das *General framework* integriert. Nach unserem Verständnis sind entsprechende Fremdwährungstitel allerdings nur zugelassen, wenn der jeweilige Emittent seinen Sitz im EWR hat. Demnach sind bspw. USD-Anleihen kanadischer Provinzen nicht EZB-fähig, während demgegenüber GBP-Titel deutscher Länder nunmehr zugelassen sind.

Bewertungsabschläge nach Haircutkategorien und Ratings im Überblick

Kredit- qualität	Restlaufzeit (Jahre)(*)	Haircutkategorie									
		Kategorie I		Kategorie II		Kategorie III		Kategorie IV		Kategorie V	
		Fixed/floating coupon	Zero coupon	Fixed/floating coupon	Zero coupon	Fixed/floating coupon	Zero coupon	Fixed/floating coupon	Zero coupon		
AAA bis A-	[0-1]	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	7,5%	7,5%		4,0%
	[1-3]	1,0%	2,0%	1,5%	2,5%	2,0%	3,0%	10,0%	11,5%		5,0%
	[3-5]	1,5%	2,5%	2,5%	3,5%	3,0%	4,5%	12,0%	13,0%		7,0%
	[5-7]	2,0%	3,0%	3,5%	4,5%	4,5%	6,0%	14,0%	15,0%		9,0%
	[7-10]	3,0%	4,0%	4,5%	6,5%	6,0%	8,0%	16,0%	17,5%		12,0%
	[10-15]	4,0%	5,0%	6,5%	8,5%	7,5%	10,0%	18,0%	22,5%		18,0%
	[15-30]	5,0%	6,0%	8,0%	11,5%	9,0%	13,0%	21,0%	25,0%		20,0%
	[30,∞)	6,0%	9,0%	10,0%	13,0%	11,0%	16,0%	24,0%	31,5%		22,0%
BBB+ bis BBB-	[0-1]	5,0%	5,0%	5,5%	5,5%	6,5%	6,5%	11,5%	11,5%		7,0%
	[1-3]	6,0%	7,0%	7,5%	10,5%	9,5%	12,0%	18,5%	20,0%		10,0%
	[3-5]	8,5%	10,0%	11,0%	16,0%	13,0%	18,0%	23,0%	27,0%		13,0%
	[5-7]	10,0%	11,5%	12,5%	17,0%	15,0%	21,5%	25,5%	29,5%		15,0%
	[7-10]	11,5%	13,0%	14,0%	21,0%	17,0%	23,5%	26,5%	31,5%		18,0%
	[10-15]	12,5%	14,0%	17,0%	25,5%	19,5%	28,0%	28,5%	35,0%		27,0%
	[15-30]	13,5%	15,0%	20,0%	28,5%	22,0%	31,0%	31,5%	39,0%		31,0%
	[30,∞)	14,0%	17,0%	22,0%	32,5%	25,0%	35,5%	34,5%	43,0%		33,0%

(*), d. h. [0-1) Restlaufzeit unter 1 Jahr, [1-3) Restlaufzeit gleich oder größer als 1 Jahr und weniger als 3 Jahre usw.

Quelle: [EZB](#), NORD/LB Floor Research

Seit 2019 deutlich mehr Agencies als collateral-fähig eingestuft

Seit dem 05. August 2019 ist die [überarbeitete Richtlinie ECB/2019/11](#) in Kraft getreten, die einige europäische Agencies neu in die Liste der collateral-fähigen Assets aufnimmt. Auf der [Website](#) der EZB werden seitdem alle von der EZB anerkannten Agencies aufgelistet, welche potenziell für die Kategorie II in Frage kommen, sofern sie die beiden folgenden quantitativen Kriterien erfüllen: Durchschnittliches ausstehendes Volumen der marktfähigen Assets EUR ≥10 Mrd. und Nominalwert der EUR-Benchmarks durchschnittlich ≥50% des ausstehenden Volumens. Die Einhaltung dieser quantitativen Kriterien wird über eine Beobachtungsperiode von einem Jahr (01. August – 31. Juli) jährlich neu überprüft.

Folgen der abweichenden Einordnungen

Nachdem wir uns zuletzt im [September 2025](#) mit den Zuordnungen der Supranationals und Agencies in unserer Coverage zu den konkreten Haircutkategorien beschäftigt haben, gab es seit unserem letzten Update in diesem Kontext vor allem nennenswerte gesetzliche Änderungen hinsichtlich der Notenbankfähigkeit von Wertpapieren, welche in USD, GBP und JPY denominiert sind und womit wir uns auf der vorangegangenen Seite beschäftigt haben. Des Weiteren hat die EZB am 09. Februar 2026 eine aktualisierte Übersicht im Hinblick auf präferierte Agencies veröffentlicht, aus der sich lediglich eine Neuerung ergab: So gilt seit dem Update gilt der Finnish Fund for Industrial Cooperation Ltd (Finnfund, Ticker: FINNFU) als eine von der EZB anerkannte Agency. Der Emittent verfügt am aktuellen Rand über fünf ausstehende Subbenchmarkanleihen, wobei das größte Wertpapier ein Volumen i.H.v. EUR 100 Mio. aufweist. Eine Erfüllung der quantitativen Kriterien ist aufgrund des geringen Umfangs an marktfähigen Assets nicht gegeben. An dieser Stelle ein paar Worte zur Einstufung von Sub-Sovereigns: Gemäß Leitlinie (EU) 2016/65 sind auf von lokalen oder regionalen Gebietskörperschaften begebene Schuldtitel stets die Bewertungsabschläge der Haircutkategorie II anzuwenden. Dabei profitieren nicht nur [deutsche Länder](#) oder [französische](#) und [spanische Regionen](#) von dieser Behandlung, sondern auch bspw. [kanadische Provinzen](#).

Liste der in Frage kommenden präferierten Emittenten

Name of agency recognised by the ECB	Compliance with quantitative criteria
Action Logement Services (ALS)	
ADIF-Alta Velocidad	
Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS)	
Agence de Promotion Immobilière du Brabant wallon (APIBW)	
Agence Française de Développement (AFD)	yes
Agence France Locale (AFL)	
Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa S.p.A. (Invitalia)	
Alliade Habitat	
Assistance Publique-Hôpitaux de Paris (AP-HP)	
Attistibas finanšu institucija Altum	
Autobahnen- und Schnellstraßen-Finanzierungs-Aktiengesellschaft (ASFINAG)	
Batigère	
BNG Bank N.V.	yes
Bayerische Landesbodenkreditanstalt (BayernLabo)	
Bpifrance Financement	yes
Bremer Aufbau-Bank	
Caisse d'Amortissement de la dette sociale (CADES)	yes
Caisse des dépôts et consignations (CDC)	yes
Caisse Nationale des Autoroutes (CNA)	
Cassa del Trentino S.p.A.	
Cassa Depositi e prestiti S.p.A. (CDP)	yes
CDC Habitat	
Clairsienne	
Clesence	
Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji, d.d. (DARS)	
Finlombarda S.p.A.	
Finnish Fund for Industrial Cooperation Ltd (Finnfund)	
Finnvera PLC	yes
Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico, Fondo de Titulización de Activos (FADE)	
Fonds Du Logement Des Familles Nombreuses De Wallonie Scrl (FLW)	
Fonds régional bruxellois de refinancement des trésoreries communales (FRTC)	
Grand Delta Habitat	
Groupement des Centres Hospitaliers Universitaires (CHU) / Centres Hospitaliers Régionaux (CHR)	
Halpades Societe Anonyme HLM	
Hamburgische Investitions- und Förderbank (IFB Hamburg)	
Housing Finance Agency plc (HFA)	
Île-de-France Mobilités (previously STIF)	
IN'LI	
Infrabel SA	
Infraestruturas de Portugal S.A. (IP)	
Instituto Catalán De Finanzas (ICF)	
Instituto de Crédito Oficial (ICO)	

Action Logement Services (ALS)	
ADIF-Alta Velocidad	
Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS)	
Agence de Promotion Immobilière du Brabant wallon (APIBW)	
Agence Française de Développement (AFD)	yes
Agence France Locale (AFL)	
Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa S.p.A. (Invitalia)	
Alliade Habitat	
Assistance Publique-Hôpitaux de Paris (AP-HP)	
Attistibas finanšu institucija Altum	
Autobahnen- und Schnellstraßen-Finanzierungs-Aktiengesellschaft (ASFINAG)	
Batigère	
BNG Bank N.V.	yes
Bayerische Landesbodenkreditanstalt (BayernLabo)	
Bpifrance Financement	yes
Bremer Aufbau-Bank	
Caisse d'Amortissement de la dette sociale (CADES)	yes
Caisse des dépôts et consignations (CDC)	yes
Caisse Nationale des Autoroutes (CNA)	
Cassa del Trentino S.p.A.	
Cassa Depositi e prestiti S.p.A. (CDP)	yes
CDC Habitat	
Clairsienne	
Clesence	
Družba za avtoceste v Republiki Sloveniji, d.d. (DARS)	
Finlombarda S.p.A.	
Finnish Fund for Industrial Cooperation Ltd (Finnfund)	
Finnvera PLC	yes
Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico, Fondo de Titulización de Activos (FADE)	
Fonds Du Logement Des Familles Nombreuses De Wallonie Scrl (FLW)	
Fonds régional bruxellois de refinancement des trésoreries communales (FRTC)	
Grand Delta Habitat	
Groupement des Centres Hospitaliers Universitaires (CHU) / Centres Hospitaliers Régionaux (CHR)	
Halpades Societe Anonyme HLM	
Hamburgische Investitions- und Förderbank (IFB Hamburg)	
Housing Finance Agency plc (HFA)	
Île-de-France Mobilités (previously STIF)	
IN'LI	
Infrabel SA	
Infraestruturas de Portugal S.A. (IP)	
Instituto Catalán De Finanzas (ICF)	
Instituto de Crédito Oficial (ICO)	

Quelle: [EZB](#), NORD/LB Floor Research, zuletzt seitens der EZB aktualisiert am 09. Februar 2026

Liste der in Frage kommenden präferierten Emittenten (fortgeführt)

Name of agency recognised by the ECB	Compliance with quantitative criteria
--------------------------------------	---------------------------------------

Instituto de Finanzas de Cantabria (ICAF)	
Investitions und Strukturbank Rheinland-Pfalz	
Investitionsbank Berlin (IBB)	yes
Investitionsbank des Landes Brandenburg (ILB)	
Investitionsbank Sachsen-Anhalt	
Investitionsbank Schleswig-Holstein (IB.SH)	
Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)	yes
Kuntarahoitus Oyj/ Municipality Finance PLC (MuniFin)	yes
Landesförderinstitut Mecklenburg-Vorpommern	
Landeskreditbank Baden-Württemberg - Förderbank (L-Bank)	yes
Landwirtschaftliche Rentenbank	yes
LfA Förderbank Bayern	
Maisons et cites Soginorpa	
Malta Development Bank	
NBank	
Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V. (FMO)	
Nederlandse Waterschapsbank N.V. (NWB Bank)	yes
Néolia	
NRW.BANK	yes
ÖBB-Infrastruktur A.G.	
Oesterreichische Kontrollbank A.G. (OeKB)	yes
PARPÚBLICA - Participações Públicas S.A. (SGPS)	
Saarländische Investitions-kreditbank AG	
Sächsische Aufbaubank – Förderbank (SAB)	
SFIL S.A.	yes
SID – Slovenska izvozna in razvojna banka, d.d., Ljubljana (SID banka)	
Slovenská záručná a rozvojová banka, a.s. (SZRB)	
Slovenski državni holding, d.d. (SDH)	
SNCF Réseau	yes
Société du Grand Paris (SGP)	yes
Société wallonne du crédit social SA (SWCS)	
Société Wallonne du Logement SA (SWL)	
Thüringer Aufbaubank	
Työllisyysrahasto (previously Työttömyysvakuutusrahasto (TVR))	
UAB Valstybės investicinis kapitalas (VIK)	
Unédic	yes
Valloire Habitat	
Vilogia	
Wirtschafts- und Infrastrukturbank Hessen (WIBank)	
Wohnbau Burgenland GmbH	

Quelle: [EZB](#), NORD/LB Floor Research, zuletzt seitens der EZB aktualisiert am 09. Februar 2026

Von der EZB als Supranationals eingestufte Emittenten

Institut (Bloomberg-Ticker)	Region
Council of Europe Development Bank (COE)	Europa
European Atomic Energy Community (EURAT)	Europa
European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)	Europa
European Financial Stability Facility (EFSF)	Europa
European Investment Bank (EIB)	Europa
European Investment Fund	Europa
European Stability Mechanism (ESM)	Europa
European Union (EU)	Europa
Nordic Investment Bank (NIB)	Europa
African Development Bank (AFDB)	Nicht-Europa
Asian Development Bank (ASIA)	Nicht-Europa
Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB)	Nicht-Europa
Bank for International Settlements (BIS)	Nicht-Europa
Caribbean Development Bank (CARDEV)	Nicht-Europa
Inter-American Development Bank (IADB)	Nicht-Europa
International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)	Nicht-Europa
International Development Association (IDAWBG)	Nicht-Europa
International Finance Corporation (IFC)	Nicht-Europa
International Finance Facility for Immunisation (IFFIM)	Nicht-Europa
International Monetary Fund	Nicht-Europa
Islamic Development Bank (ISDB)	Nicht-Europa
Multilateral Investment Guarantee Agency	Nicht-Europa

Quelle: [EZB](#), NORD/LB Floor Research; zuletzt seitens der EZB aktualisiert am 10. Januar 2020

Einordnung von Supranationals und Agencies in die Haircutkategorien

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

Einordnung von Supranationals und Agencies in die Haircutkategorien (fortgeführt)

Bloomberg-Ticker	Land / Typ	Haircutkategorie	Rating (Fitch/Moody's/S&P)
BNG	Niederlande	II	AAA / Aaa / AAA
NEDWBK	Niederlande	II	- / Aaa / AAA
NEDFIN	Niederlande	IV	AAA / - / AAA
TENNNL	Niederlande	III	- / Aaa / AAA (garantiert) - / A3 / BBB+ (nicht garantiert)
OKB	Österreich	II	- / Aa1 / AA+
OBND	Österreich	III	- / Aa1 / AA+
ASFING	Österreich	III	- / Aa1 / AA+
KBN	Norwegen	IV	- / Aaa / AAA
SEK	Schweden	IV	- / Aa1 / AA+
KOMINS	Schweden	IV	- / Aaa / AAA
KUNTA	Finnland	II	- / Aa1 / AA+
KOMMUN	Dänemark	IV	- / Aaa / AAA
FINNVE	Finnland	II	AA / Aa1 / -
ICO	Spanien	IV	A / A3 / A+
FADE*	Spanien	III	- / - / -
ADIFAL	Spanien	III	A / Baa1 / -
CORES	Spanien	III	A / - / A+
CDEP	Italien	II	BBB+ / Baa2 / BBB+
REFER	Portugal	III	- / - / -
BGOSK	Polen	IV	A- / (P)A2 / -
MAGYAR	Ungarn	IV	BBB / Baa2 / -
MAEXIM	Ungarn	IV	BBB / - / BBB-
DEXGRP	Belgien / Frankreich	IV	AA-/Aa3/AA (garantiert) BBB+ / Baa3 / BBB- (nicht garantiert)
DBJJP	Japan	IV	-/A1/A+ (garantiert) - / A1 / A (nicht garantiert)
JBIC	Japan	IV	- / A1 / A+
JFM	Japan	IV	- / A1 / A+
EIBKOR	Südkorea	-	AA- / Aa2 / AA
INDKOR	Südkorea	-	AA- / Aa2 / AA-
KDB	Südkorea	-	AA- / Aa2 / AA
SDBC	China	-	- / A1 / A+
EXIMCH	China	-	Au / A1 / A+
EDC	Kanada	IV	- / Aaa / AAA

* Keine Emittentenratings, Anleihen werden jedoch wie bei Spanien geratet.

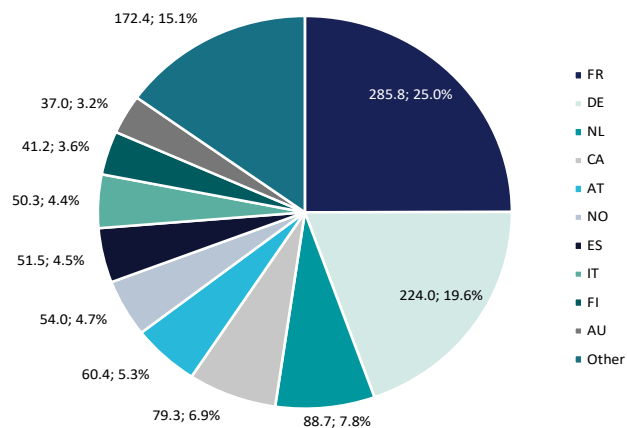
Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Fazit

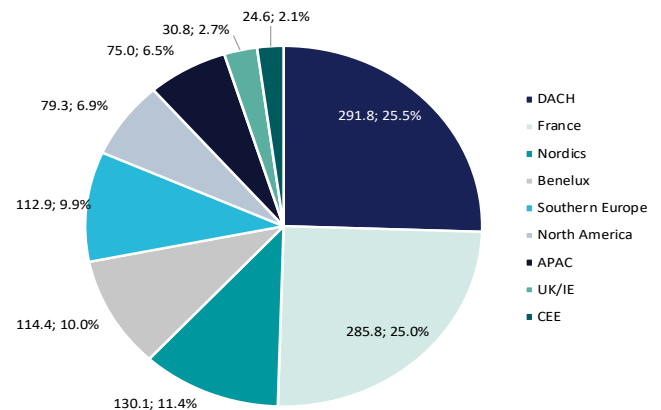
Wir erachten die Einordnung in die Liquiditätskategorien der EZB als geringeren Einflussfaktor auf die Attraktivität von SSA-Emittenten. Speziell bei Agencies sehen wir die Kategorie jedoch als Aspekt, der zu einer differenzierten relativen Einordnung beitragen kann. Insbesondere die Unterschiede zwischen Instituten der Kategorie II oder IV erachten wir bei der Bewertung der relativen Attraktivität als relevant. Gleiches gilt aus unserer Sicht auch für Supras. Zusätzlich hat sich die Einteilung von SSA-Anleihen in Haircutkategorien geändert. Quantitative Kriterien entscheiden über eine Bevorzugung der Bonds einzelner Emittenten. Tendenziell werden hier aufgrund der Liquidität größere Agencies bevorzugt.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



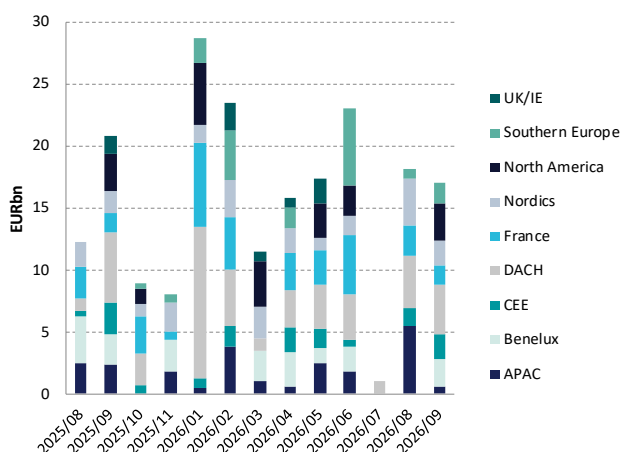
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



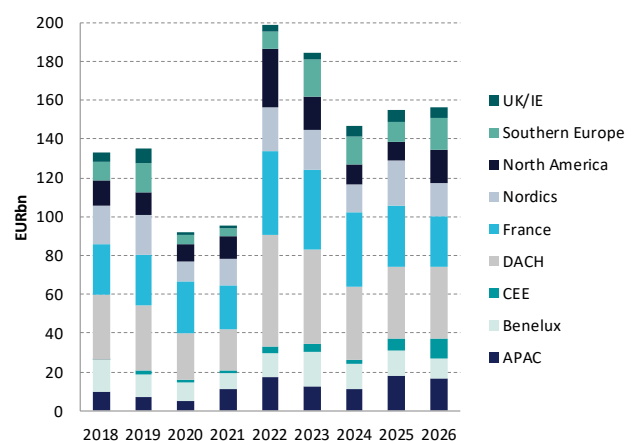
Top 10-Jurisdiktionen

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	285.8	282	42	0.96	9.0	4.1	1.89
2	DE	224.0	308	51	0.69	7.8	3.5	1.95
3	NL	88.7	88	5	0.95	10.1	5.0	1.78
4	CA	79.3	63	1	1.24	5.7	2.4	1.99
5	AT	60.4	100	5	0.60	8.2	3.4	1.76
6	NO	54.0	65	15	0.83	6.9	3.2	1.78
7	ES	51.5	47	4	0.99	9.5	3.3	2.32
8	IT	50.3	63	6	0.75	7.8	3.5	2.35
9	FI	41.2	51	4	0.80	6.6	2.9	2.13
10	AU	37.0	38	0	0.97	7.1	3.4	2.25

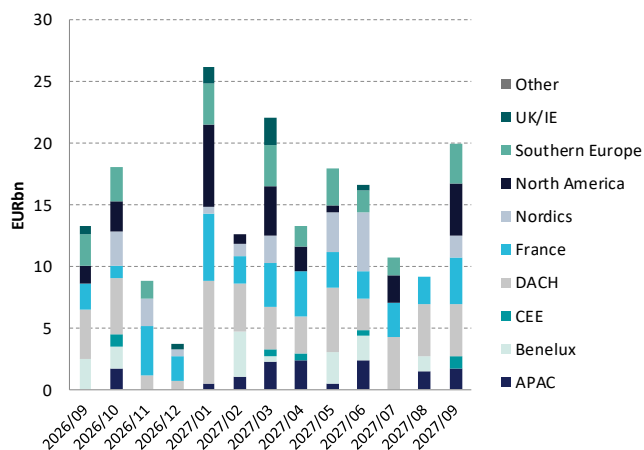
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



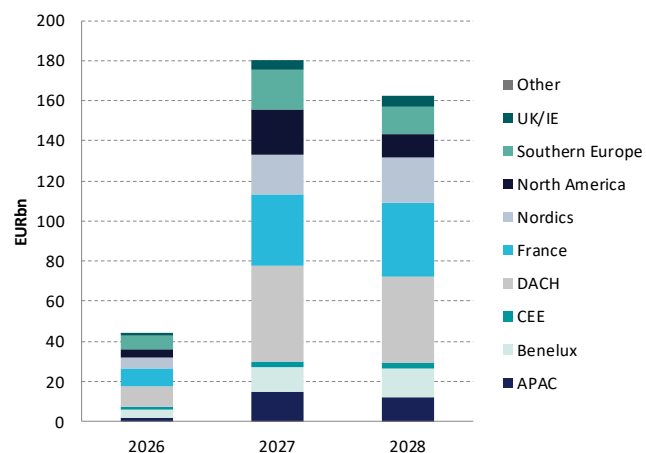
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



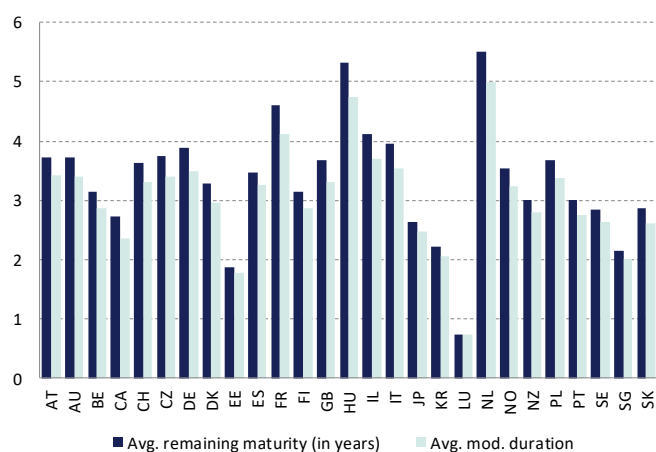
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



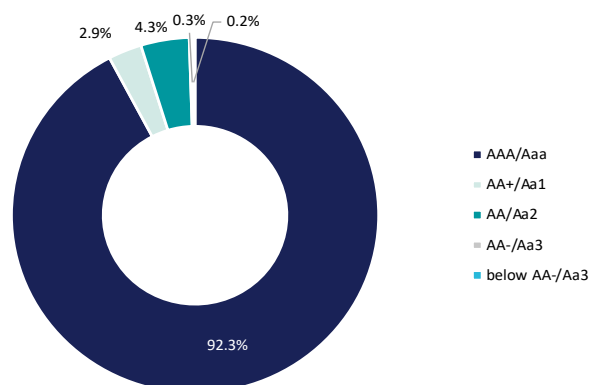
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



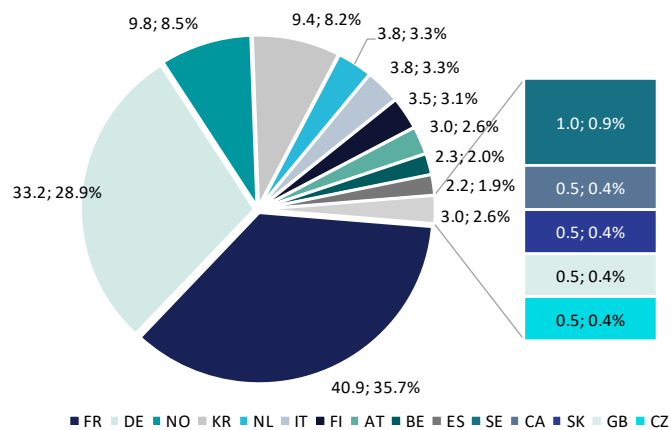
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



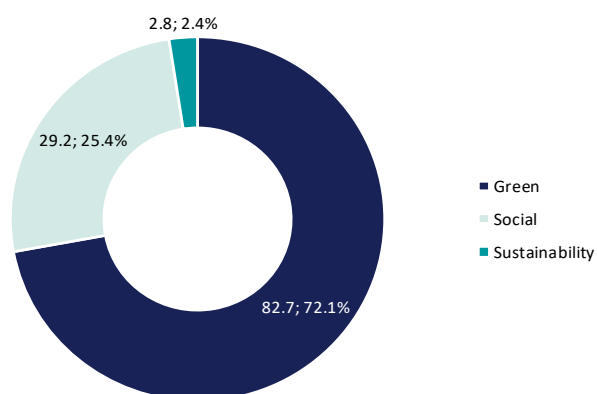
Ratingverteilung (volumengewichtet)



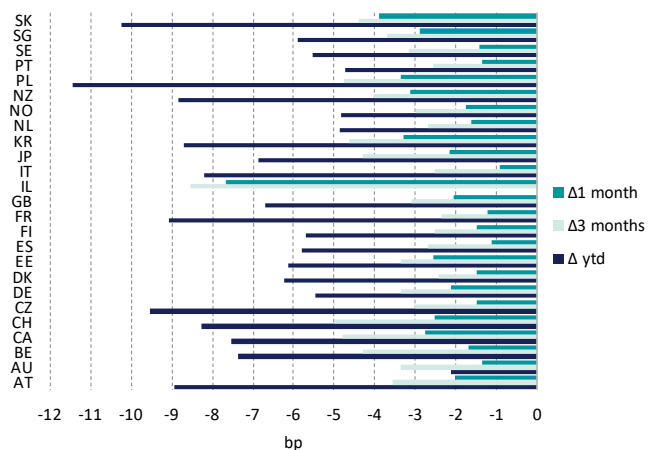
EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Land (in EURbn)



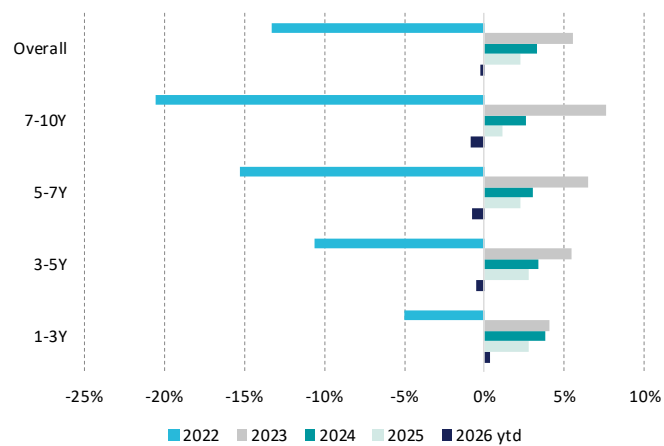
EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)



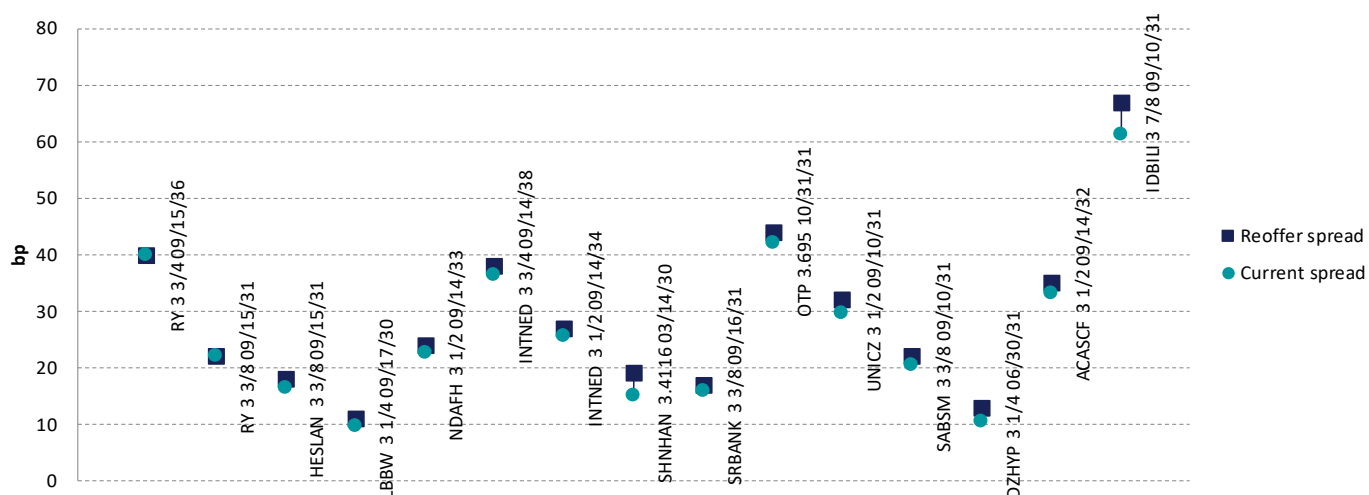
Spreadveränderung nach Land (EUR-Benchmarks)



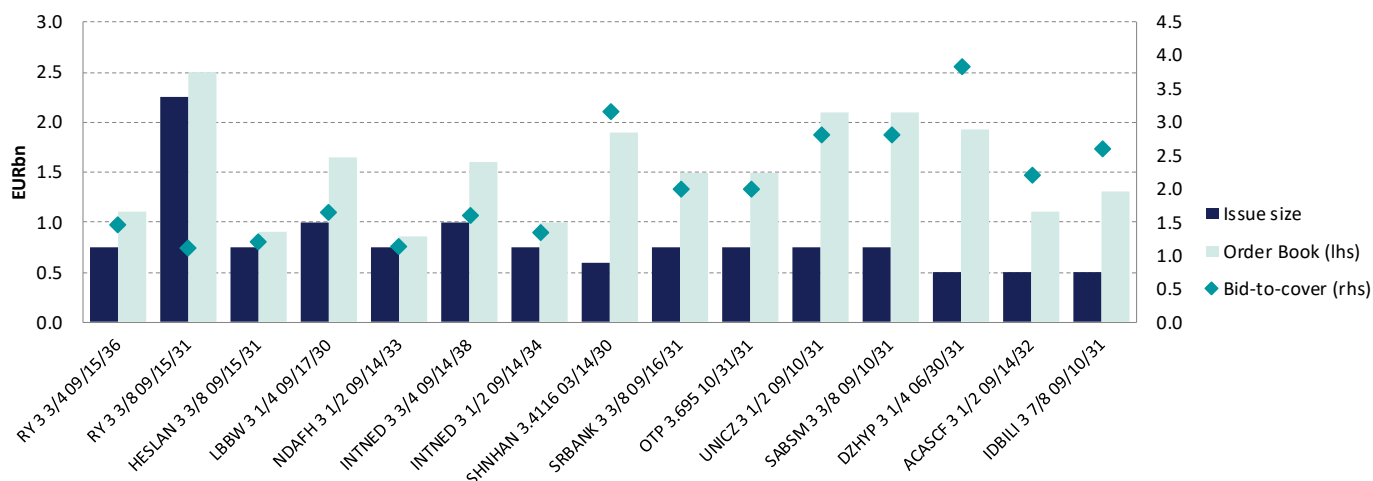
Performance EUR-Benchmarks (Total Return)

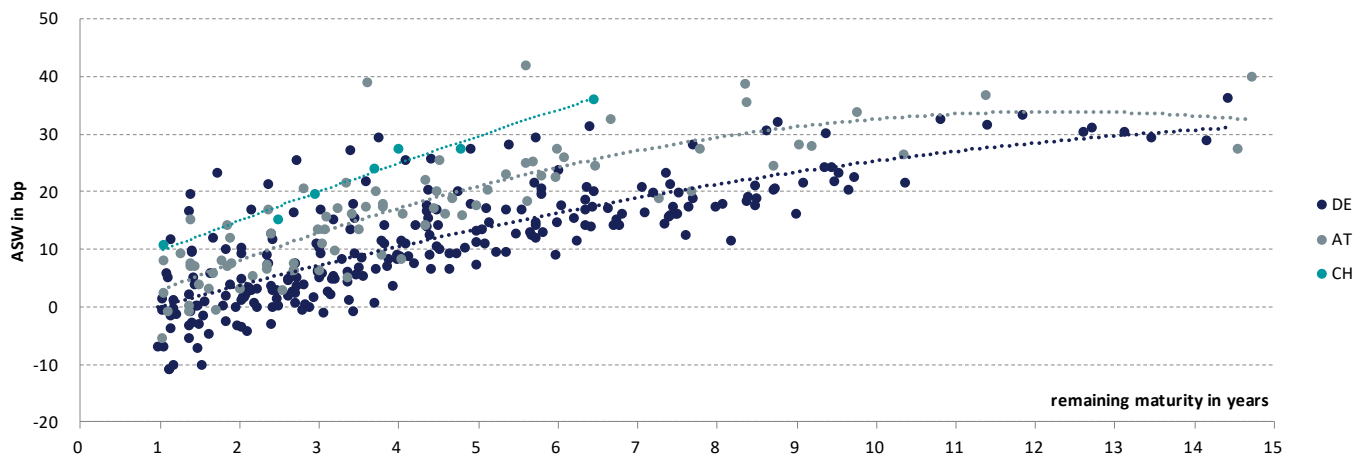
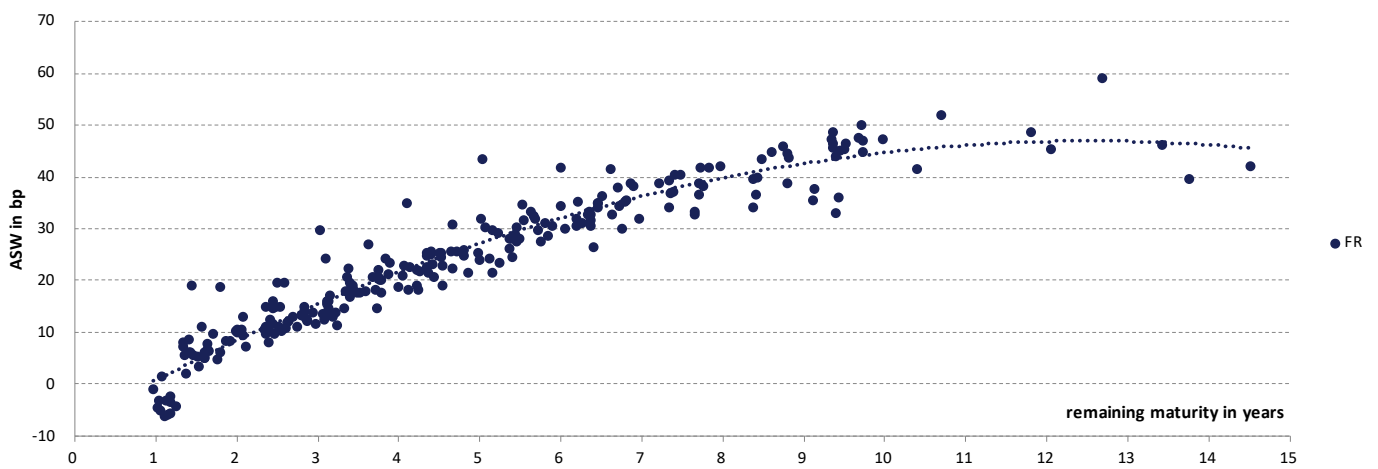
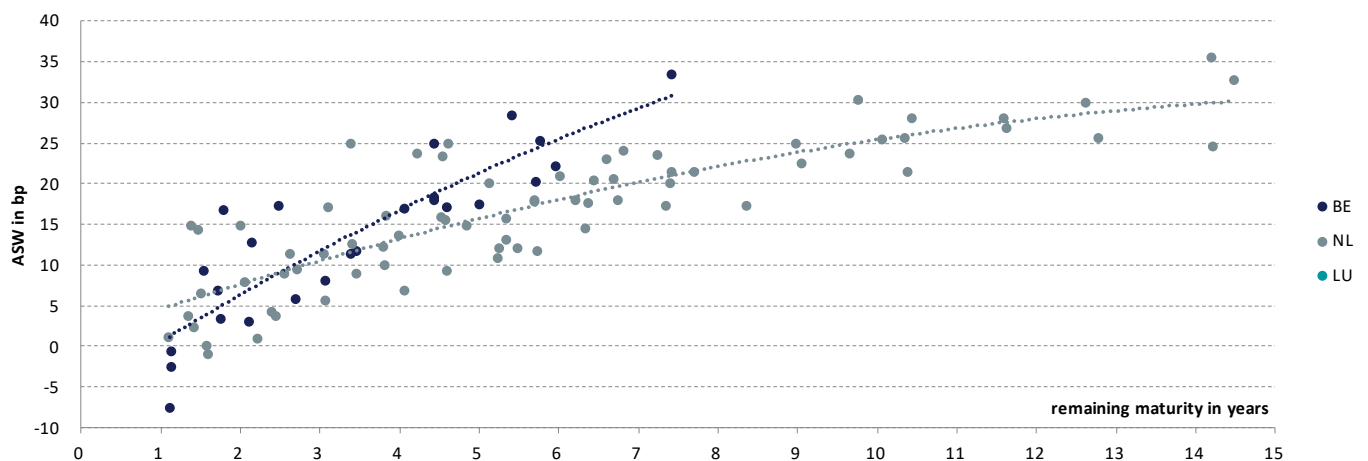


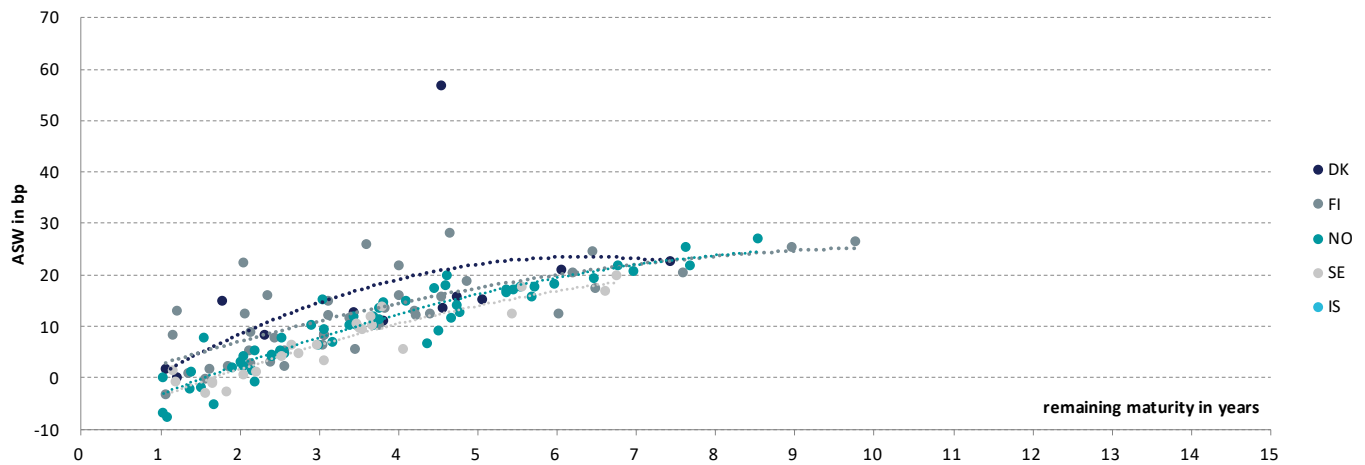
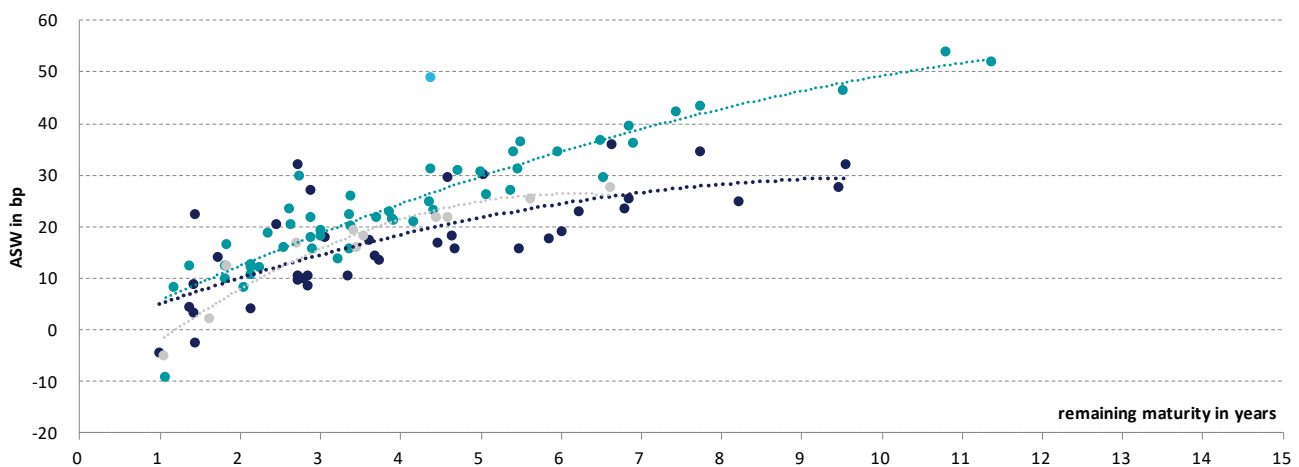
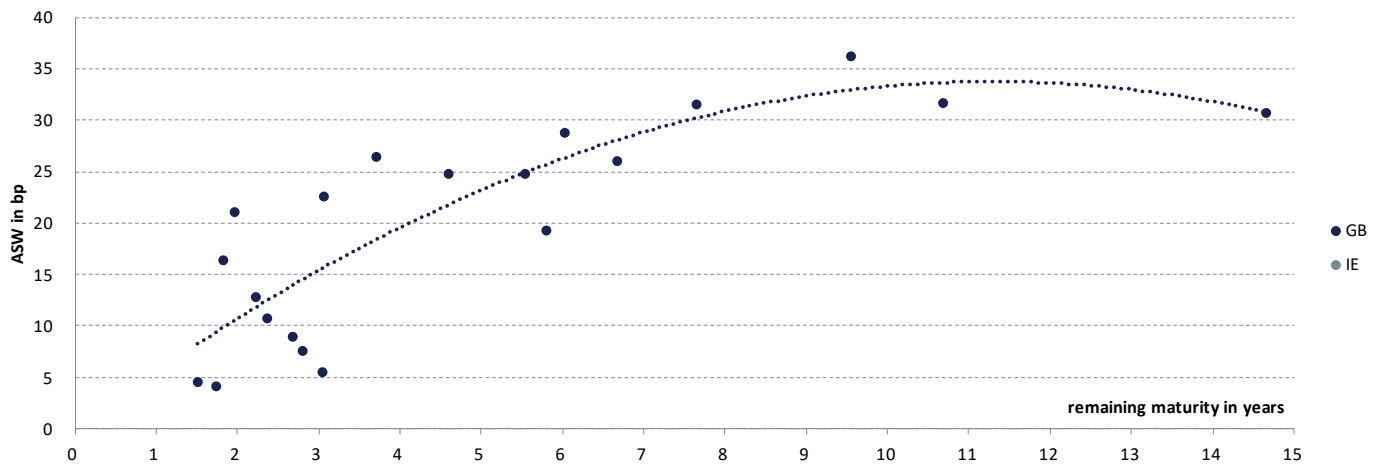
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

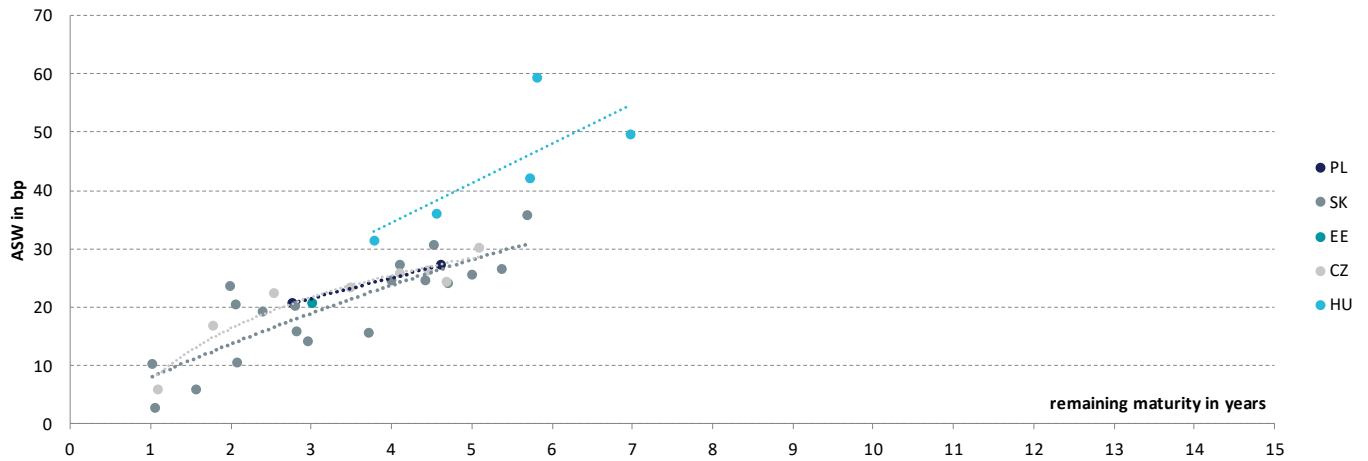
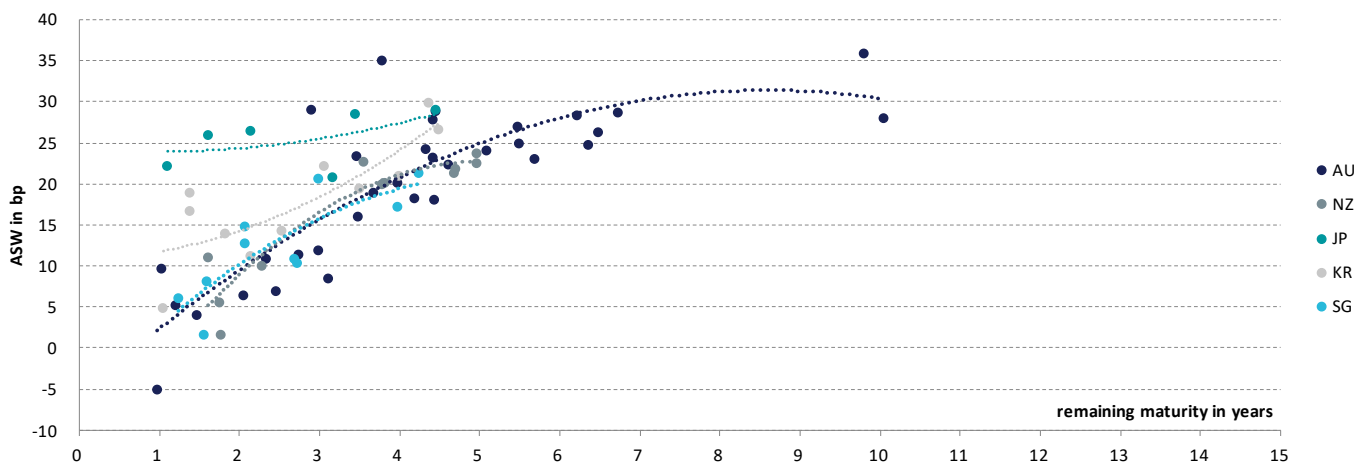
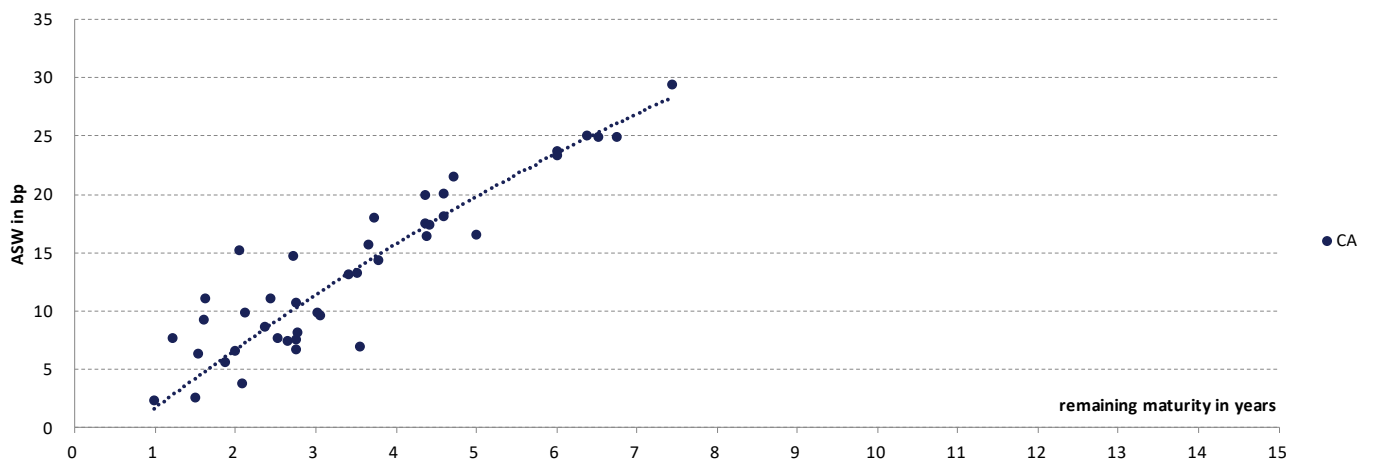


Orderbücher der letzten 15 Emissionen



Spreadübersicht¹DACH   France Benelux   

Nordics Southern Europe UK/IE 

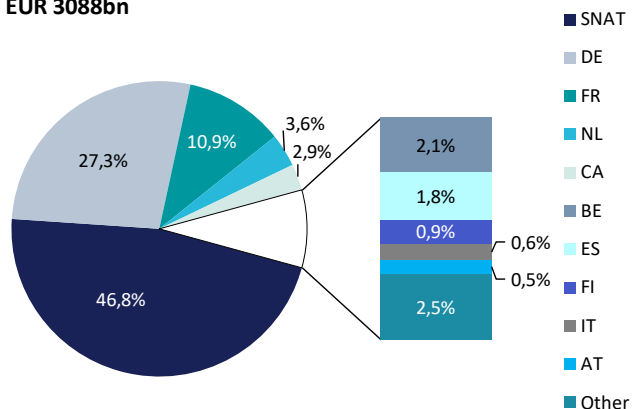
CEE APAC Canada 

Charts & Figures

SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

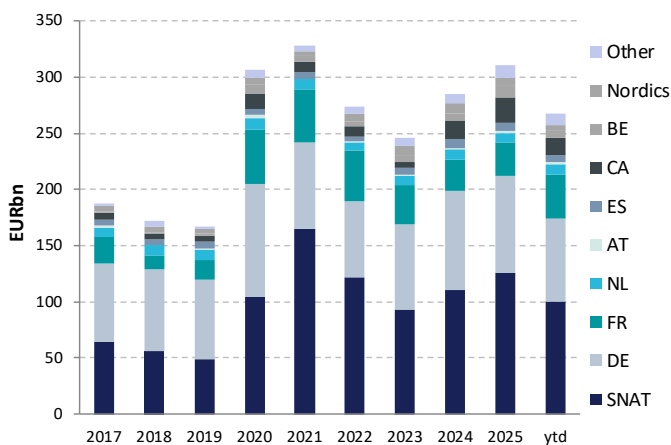
EUR 3088bn



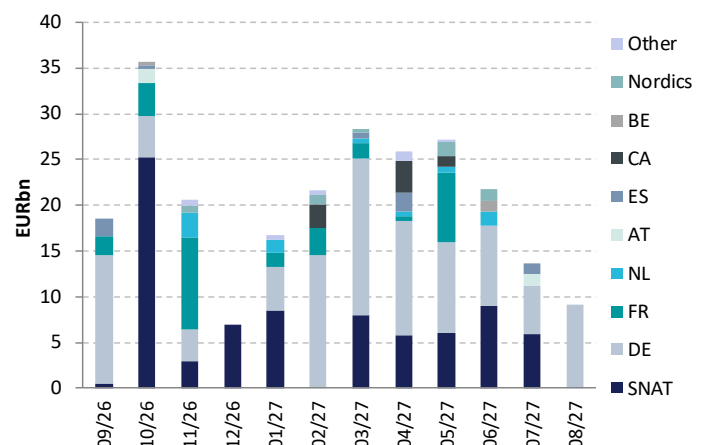
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.445,6	286	5,1	7,2
DE	843,8	635	1,3	5,5
FR	335,5	219	1,5	4,9
NL	111,5	96	1,2	5,6
CA	88,8	75	1,2	6,1
BE	65,0	58	1,1	8,8
ES	56,2	82	0,7	4,5
FI	27,2	28	1,0	3,5
IT	19,9	27	0,7	4,1
AT	16,5	24	0,7	4,6

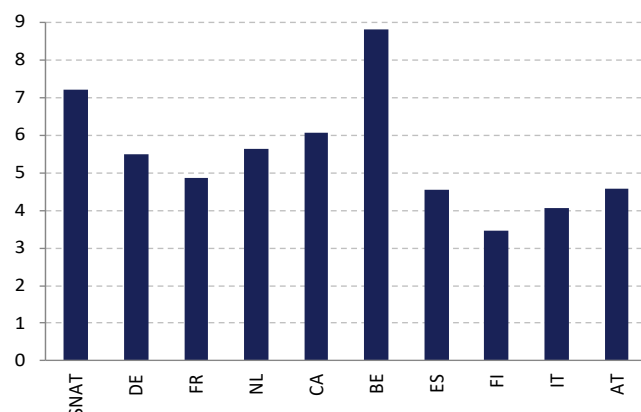
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



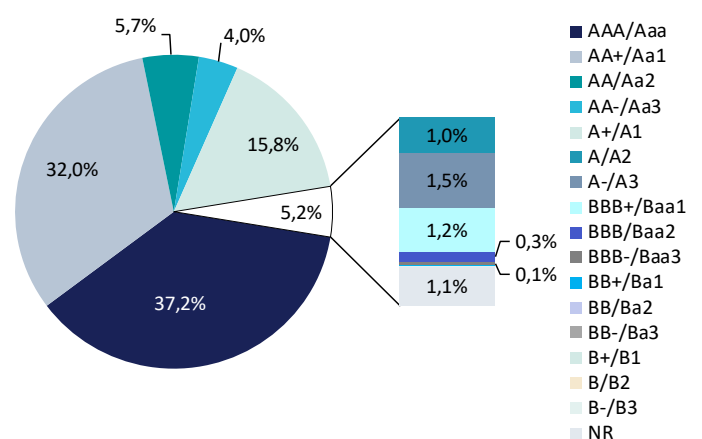
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



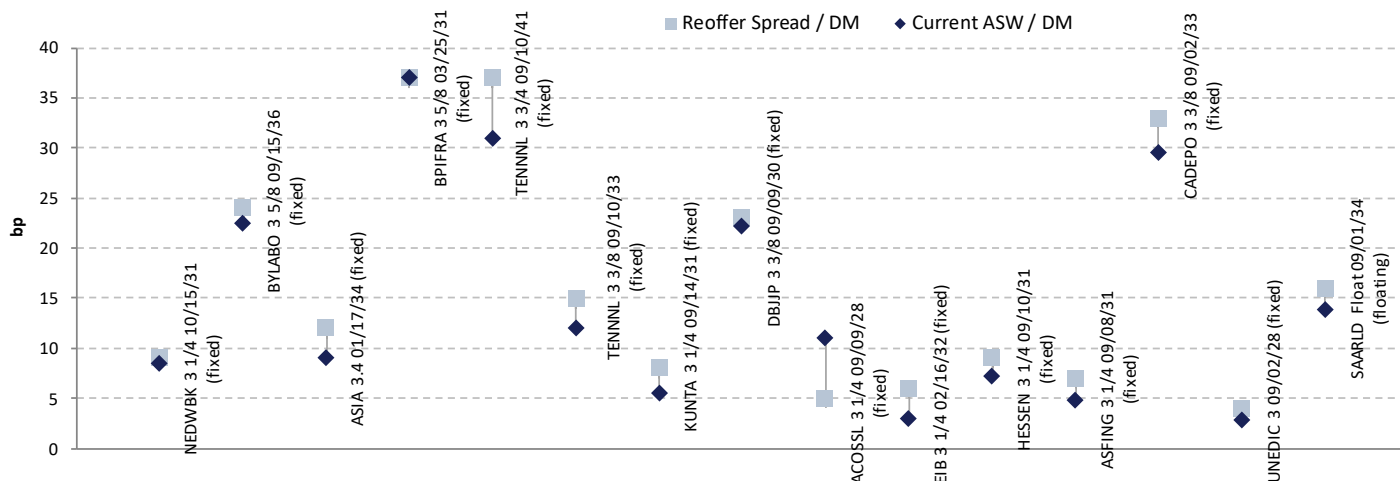
Vol. gew. Modified Duration nach Land



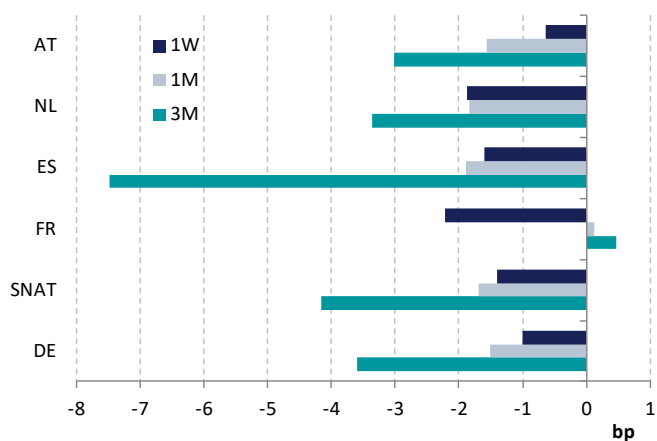
Ratingverteilung (volumengewichtet)



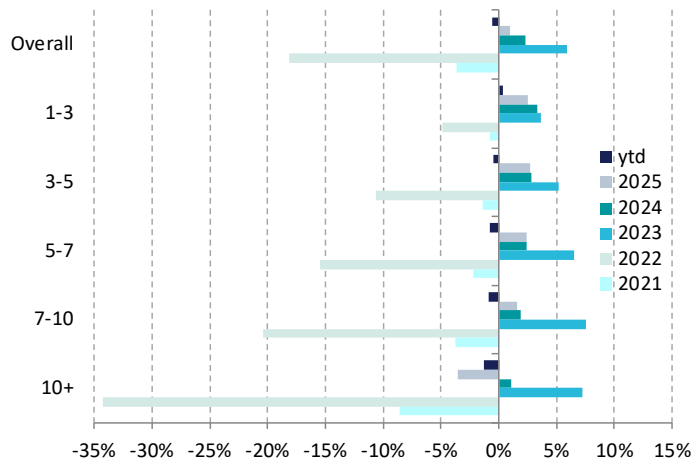
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



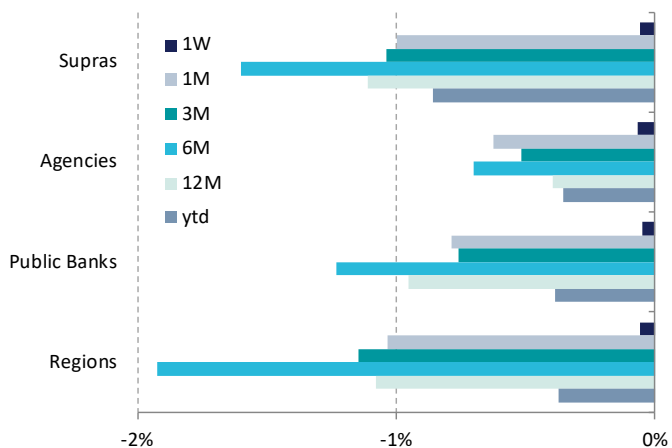
Spreadentwicklung nach Land



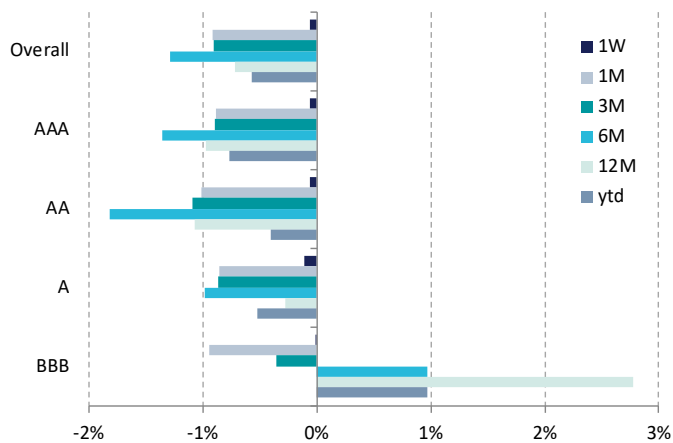
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



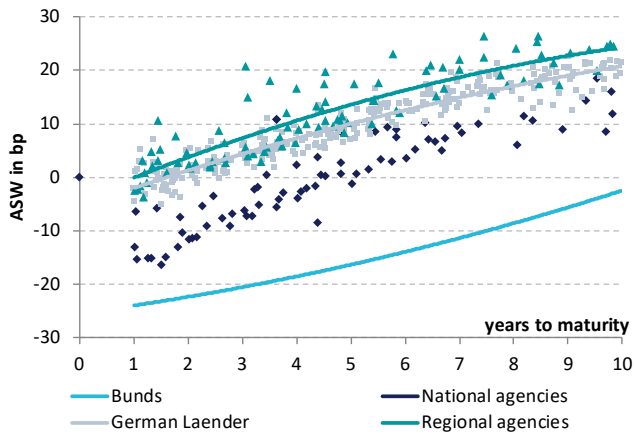
SSA-Performance auf Indexebene (Total Return)



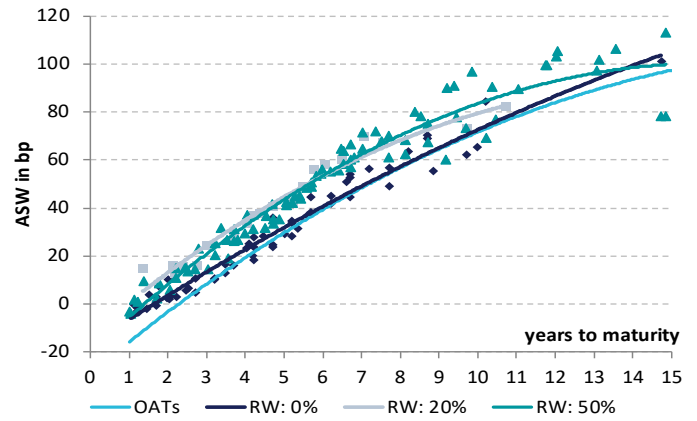
SSA-Performance nach Rating (Total Return)



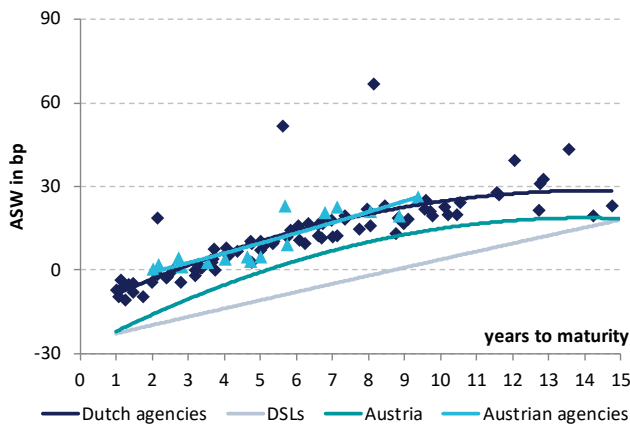
Germany (nach Segmenten)



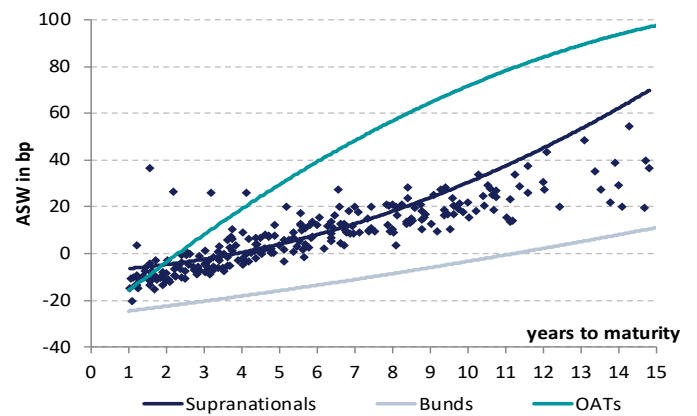
France (nach Risikogewichten)



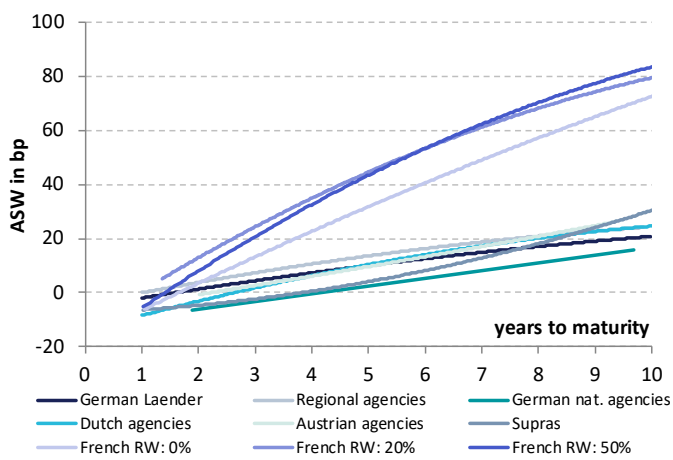
Netherlands & Austria



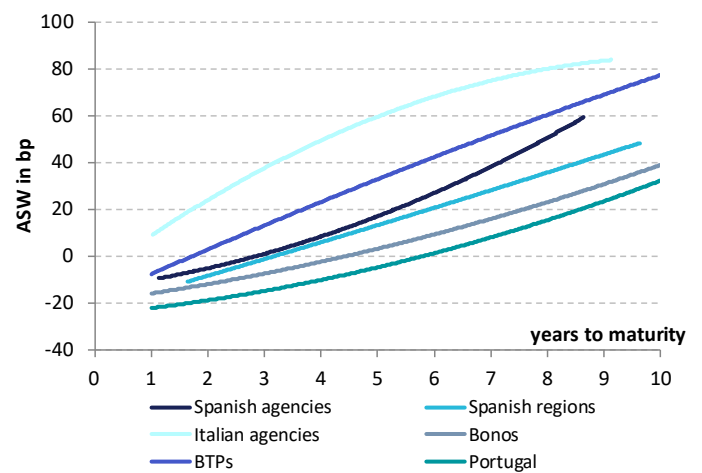
Supranationals



Core



Periphery



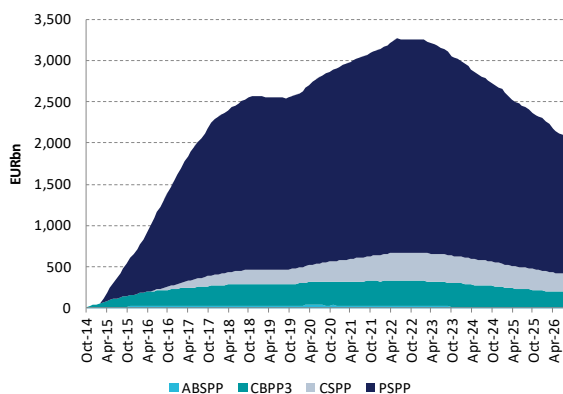
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures

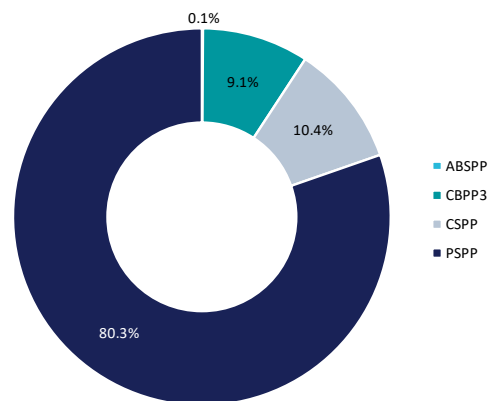
EZB-Tracker

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

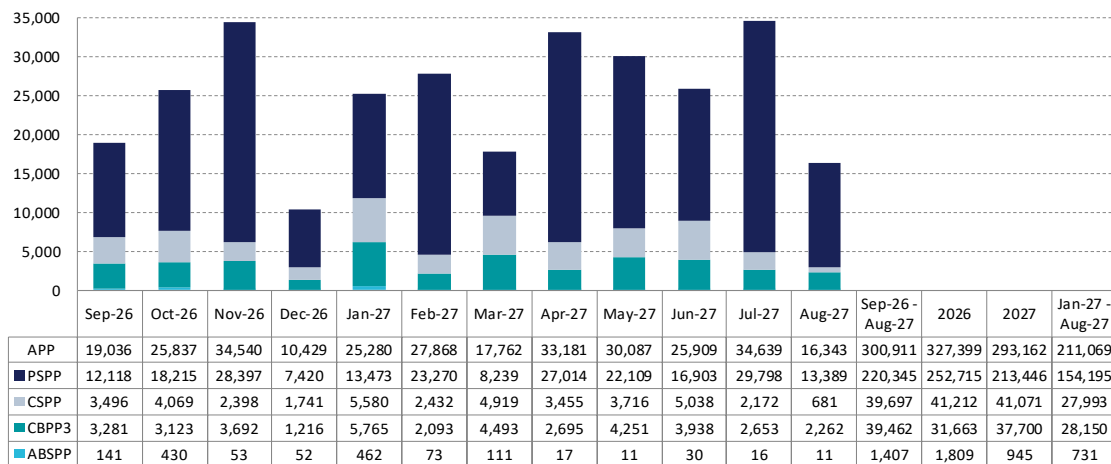
APP: Portfolioentwicklung



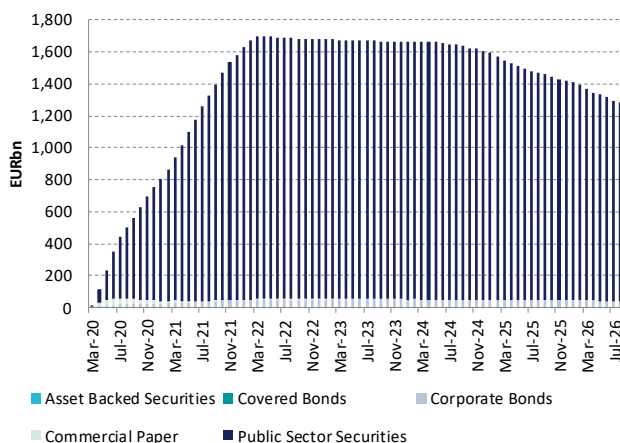
APP: Portfoliostruktur



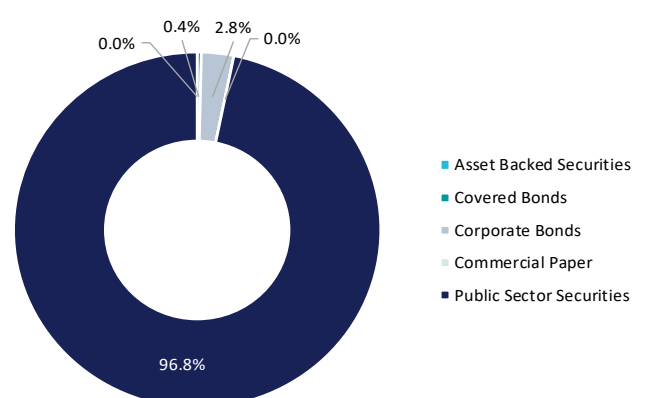
APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



PEPP: Portfolioentwicklung



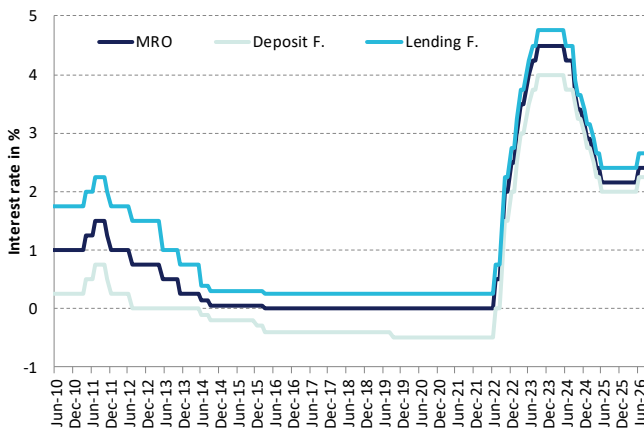
PEPP: Portfoliostruktur



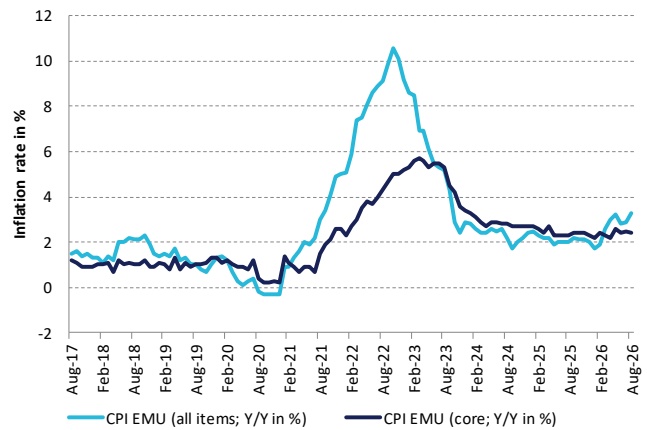
Charts & Figures

Cross Asset

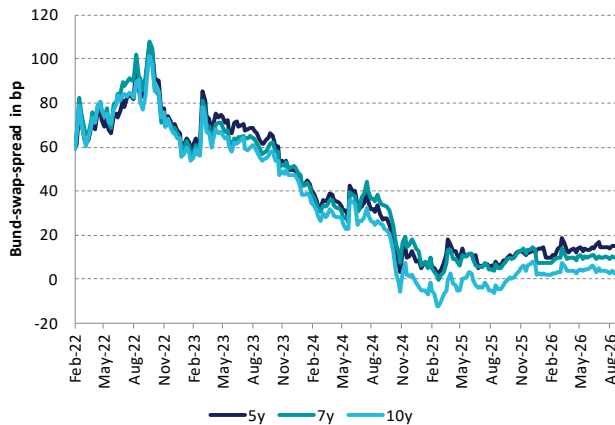
EZB-Leitzinssätze



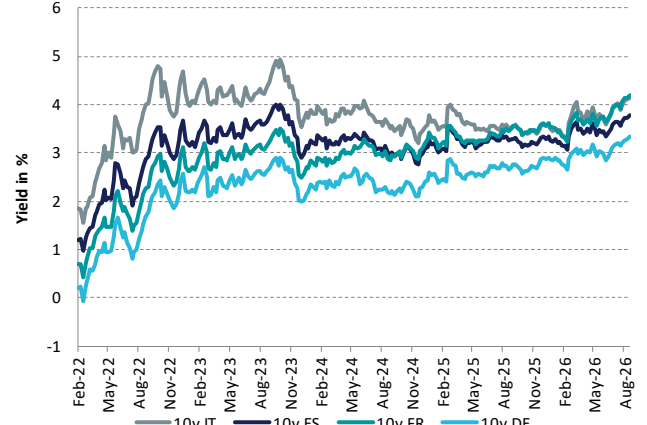
Inflationsentwicklung im Euroraum



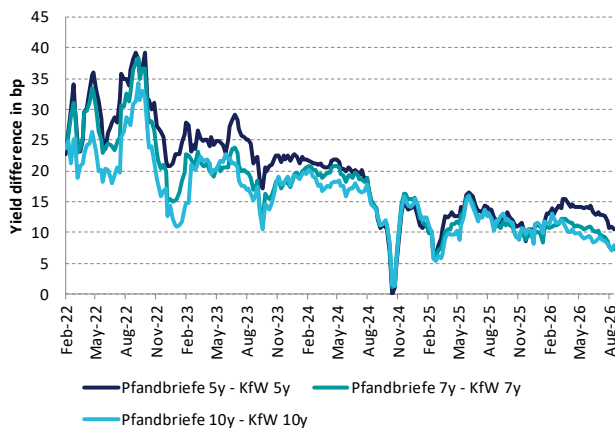
Bund-Swap-Spread



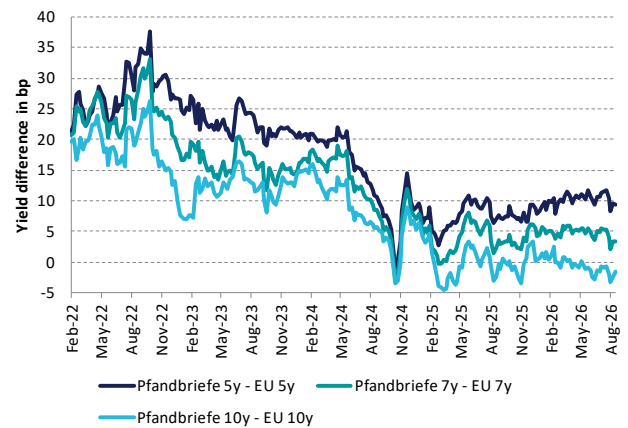
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
25/2026 // 26. August	▪ Solvency II und Covered Bonds ▪ Die Zeit drängt bei der Recovery and Resilience Facility (RRF)
24/2026 // 19. August	▪ Covereds: Ein Blick über das EUR-Benchmarksegment hinaus ▪ Teaser: Issuer Guide – Französische Agencies 2026
23/2026 // 15. Juli	▪ Der Ratingansatz von Moody's ▪ Pensionsverpflichtungen als Belastung für die Länderfinanzen
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 – AUCCCN 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

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 2026](#)

[Beyond Bundesländer: Kanadische Provinzen](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2026](#)

[Issuer Guide – Außereuropäische Supranationals \(MDBs\) 2026](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2025](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2026](#)

[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: Darf es noch etwas mehr sein?](#)

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 // Wichtige Hinweise**1. Erstellung der Information und aufsichtsrechtlicher Rahmen der NORD/LB**

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“) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“). Eine Überprüfung oder Billigung dieser Präsentation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

2. Beschränkter Empfängerkreis; Vertraulichkeit und Weitergabeverbote

Diese Information richtet sich ausschließlich an Empfänger in Deutschland (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. 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.

3. Regulatorische Einordnung

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.

4. Zweck der Information; Quellenangaben; unverbindliche Einschätzungen und Haftungsausschlüsse

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. Die ferner hierin zum Ausdruck gebrachte Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind unverbindliche Werturteile des Bereichs Floor Research für die die NORD/LB keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Aktualität oder Vollständigkeit übernehmen kann.

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.

5. Keine Anlage-, Rechts-, Bilanzierungs- oder Steuerberatung; keine Eignungsfeststellung

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.

6. Hinweis auf wesentliche Risiken

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Information im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufs- oder anderweitigen Prospekt. Für prospektpflichtige Emissionen sind ausschließlich die veröffentlichten Anleihebedingungen und Prospekte maßgeblich (abrufbar unter www.nordlb.de). Vor jeder Anlageentscheidung sollte eine unabhängige Beratung erfolgen. Investitionen bergen Risiken bis hin zum Totalverlust.

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.

Redaktionsschluss: 09. September 2026 (08:46 Uhr)