NORD/LB

Zum wahren Nutzen.

Unsere nächste Wochenpublikation erscheint am 30. September



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Floor Research

16. September 2026 // Ausgabe #27

Marketingmitteilung (ergänzende Hinweise s. Disclaimer)

Finanzgruppe

Inhalt

Marktüberblick

Covered Bonds **3**

SSA/Public Issuers **6**

Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 **10**

Italienische Agencies im Fokus **16**

Charts & Figures

Covered Bonds **21**

SSA/Public Issuers **27**

EZB-Tracker **30**

Cross Asset **31**

Ausgaben im Überblick **32**

Publikationen im Überblick **33**

Ansprechpartner in der NORD/LB **34**

Flooranalysten:

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

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

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

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

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

Covered Bonds Marktüberblick

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

Primärmarkt: Emissionsdynamik lässt leicht nach

Nachdem sich der Primärmarkt zu Beginn der vergangenen Woche noch sehr emissionsfreudig präsentierte, kehrte ab Mittwoch (09. September) zunehmend Ruhe am Markt ein. Dies war zweifelsohne der Zusammenkunft des EZB-Rats in Berlin geschuldet, auf der die Ratsmitglieder wie erwartet beschlossen, die Leitzinsen um 25bp anzuheben. Darüber hinaus ließ das Investoreninteresse vor dem Hintergrund der hohen Emissionsaktivitäten in den vergangenen Wochen spürbar nach, was in geringeren Überzeichnungsquoten und höheren Neuemissionsprämien zum Ausdruck kam. Entsprechend dürfte es nicht verwunderlich sein, dass die Emittenten sich mindestens eine kleinere Verschnaufpause gönnen. Unserer Ansicht nach ist es fraglich, ob in diesem Jahr überhaupt noch einmal eine vergleichbare Dynamik wie in den vergangenen Wochen aufkommen könnte. Mit Blick auf das in 2026 bereits platzierte Neuemissionsvolumen von EUR 158,8 Mrd. rechnen wir vielmehr mit einer etwas langsameren Gangart im Hinblick auf die Emissionsaktivitäten. Ein entsprechendes Bild boten auch die vergangenen fünf Handelstage mit vier Neumissionen aus drei Jurisdiktionen. Den Anfang machte noch in der vergangenen Woche die spanische Kutxabank mit einem siebenjährigen Covered Bond. Dieser stieß auf ein mehr als auskömmliches Investoreninteresse, sodass der Spread im Verlauf der Vermarktungsphase um sechs Basispunkte auf ms +29bp reduziert werden konnte. Nach der „EZB-Pause“ zeigten sich in dieser Woche neben der südkoreanischen Kookmin Bank auch die beiden niederländischen Emittenten Achmea Bank und ASN Bank am Markt aktiv. Alle drei Emittenten entschieden sich für Laufzeiten zwischen 4,0y und 5,0y und bespielten damit das mittlere Laufzeitband. Während die beiden Emittenten aus den Niederlanden schon mit der Buchöffnung das finale Emissionsvolumen ihrer Deals auf EUR 500 Mio. (WNG) limitierten, entschied sich die Kookmin Bank gegen eine solche Vorfestlegung und platzierte final EUR 650 Mio. bei einem Reoffer-Spread von ms +24bp. Sowohl die Achmea Bank als auch die ASN Bank konnten den Spread für ihre jeweilige Neuemission um fünf Basispunkte gegenüber der Guidance auf ms +22bp bzw. ms +18bp reduzieren.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
ASN Bank NV	NL	15.09.	XS3512738017	4.0y	0.50bn	ms +18bp	AAA / Aaa / -	-
Kookmin Bank	KR	14.09.	XS3512877997	4.0y	0.65bn	ms +24bp	AAA / - / AAA	X
Achmea Bank NV	NL	14.09.	XS3512792659	5.0y	0.50bn	ms +22bp	- / - / AAA	-
Kutxabank SA	ES	09.09.	ES0443307089	7.0y	0.75bn	ms +29bp	- / Aaa / -	-

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

Sekundärmarkt: Hohe Volatilität begrenzt die Nachfrage

Aufgrund der hohen Volatilität am Kapitalmarkt ist die Nachfrage am Sekundärmarkt eher verhalten. Dabei liegt der Fokus verstärkt auf den längeren Laufzeiten, während das Neuangebot primärmarktseitig in diesen Laufzeitbändern in den vergangenen Wochen stark limitiert war. Nichtsdestoweniger wurden auch die in dieser Woche frisch platzierten Deals vom Markt gut aufgenommen und konnten sekundär weiter performen. Insgesamt scheint sich aber langsam eine Bodenbildung am Sekundärmarkt herauszubilden, sodass wir nicht mit einem weiteren Rückgang des allgemeinen Spreadniveaus rechnen.

EUR-Subbenchmarksegment: Emissionsaktivitäten halten weiter an

Ähnlich wie im Benchmarksegment kehrt auch am Teilmarkt für EUR-Subbenchmarks weiterhin keine Ruhe ein. So mandatierte die Natixis Pfandbriefbank (vgl. Issuer View) am Montag (14. September) ein Bankenkonsortium für die Emission ihres dreijährigen Pfandbriefs und kommunizierte dabei bereits das angestrebte Emissionsvolumen von EUR 250 Mio. (WNG). Im Verlauf der Vermarktungsphase konnte der Spread um zwei Basispunkte gegenüber der Guidance (ms +23bp area) auf einen Reoffer-Spread von ms +21bp reduziert werden. Damit platzierte der Emittent bereits seine zweite Subbenchmark in diesem Jahr. Zuvor war der Emittent im Januar in diesem Teilmarkt aktiv gewesen und konnte ebenfalls einen Hypothekenpfandbrief im Volumen von EUR 250 Mio. bei seinen Investoren platzieren. Mit dem Deal der Natixis Pfandbriefbank summiert sich das in 2026 emittierte Volumen im EUR-Subbenchmarksegment auf EUR 5,2 Mrd. und übertrifft damit bereits den Wert für das Gesamtjahr 2025 (EUR 4,9 Mrd.).

Moody's: Geplante Bundesregelung reduziert Enteignungsrisiken für den Wohnimmobiliensektor in Berlin

Moody's bewertet die von der Bundesregierung angekündigte Reform zur Verhinderung von Vergesellschaftungen privater Wohnungsbestände auf Landesebene als kreditpositiv für den deutschen Wohnimmobiliensektor. Die geplante Bundesgesetzgebung würde insbesondere das politische Risiko einer möglichen Vergesellschaftung großer Wohnungsportfolios in Berlin deutlich reduzieren und damit die Rechtssicherheit für Investoren erhöhen. Positiv betroffen sind vor allem Vonovia (Baa1; stabil) mit ihrem umfangreichen Berliner Bestand, aber auch Grand City Properties (Baa1; stabil), Wohnungsunternehmen, Wohnungsbaugenossenschaften sowie Banken und Pfandbriefemittenten mit relevanten Engagements im Berliner Wohnungsmarkt. Hintergrund der Debatte waren das Berliner Volksbegehren von 2021 sowie die anschließenden politischen Initiativen zur Vergesellschaftung großer Wohnungsunternehmen. Moody's betont, dass das Risiko einer Umsetzung zwar stets als sehr gering eingeschätzt wurde, die potenziellen Auswirkungen jedoch erheblich gewesen wären. Die geplante Neuregelung dürfte daher die Investorenstimmung verbessern und Finanzierungsrisiken reduzieren. Gleichzeitig verweist die Ratingagentur auf weiterhin bestehende Belastungsfaktoren für den Sektor. Insbesondere die angespannte Bezahlbarkeit von Wohnraum in Berlin, mögliche regulatorische Eingriffe in den Mietmarkt sowie die schwachen wirtschaftlichen Anreize für Neubau- und Modernisierungsinvestitionen könnten die Ertragsentwicklung der Wohnimmobilienunternehmen auch künftig begrenzen. Zudem dürfte das Thema Wohnen im Vorfeld der Berliner Abgeordnetenhauswahl 2026 politisch präsent bleiben und damit weiterhin Einfluss auf die Marktstimmung haben. Nach Einschätzung von Moody's würde sich die Reform positiv auf die Güte der Deckungsstockwerte einiger deutscher Pfandbriefemittenten auswirken, da die potenziellen Risiken einer Vergesellschaftung von Immobilien im Cover Pool damit reduziert werden. Dabei verweist Moody's explizit auf die BSK 1818 und die Deutsche Kreditbank, die beide über ein ausgeprägtes geographisches Exposure in Berlin sowie über einen höheren Anteil an Mehrfamilienhäusern in ihrem Deckungsstock aufweisen. Einen detaillierteren Überblick über die Deckungsstockwerte, die auch Cover Assets der beiden Emittenten umfassen, geben wir im Fokusartikel unserer Wochenpublikation wie auch in unseren Covered Bond-Specials „Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026" und „Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 Sparkassen".

EU-Kommission legt Verordnung über bezahlbaren Wohnraum vor

Die EU-Kommission legte in der vergangenen Woche einen Vorschlag vor, um die Mitgliedsstaaten bei der Verbesserung der Bezahlbarkeit und Verfügbarkeit von Wohnraum zu unterstützen. Neben dem Entwurf der Verordnung über bezahlbaren Wohnraum veröffentlichte die EU-Kommission auch Empfehlungen zur Erschwinglichkeit und Verfügbarkeit von Wohnraum in Gebieten mit Wohnungsnot. Mit der Verordnung soll den Mitgliedsstaaten ein Rechtsrahmen an die Hand gegeben werden, um die Erschwinglichkeit von Wohnraum zu verbessern, ohne dabei die Zuständigkeiten der Mitgliedsstaaten in diesem Bereich zu beschneiden. Als Maßnahmen schlägt die EU-Kommission u.a. vor, dass die Kurzzeitvermietung sowie der Zugang und die Nutzung von Grundstücken und Wohnimmobilien unter bestimmten Voraussetzungen eingeschränkt werden können. Um zu bestimmen, ob eine Wohnungsnot in einem Gebiet vorliegt, definiert der Artikel 6 der Verordnung spezifische Kriterien. So soll eine Wohnungsnot vorliegen, wenn u.a. der Preis einer durchschnittlichen Wohnimmobilie das Achtfache des verfügbaren jährlichen Pro-Kopf-Einkommens überschreitet. In ihren Empfehlungen zur Erschwinglichkeit und Verfügbarkeit von Wohnraum in Gebieten mit Wohnungsnot führt die EU-Kommission darüber hinaus aus, dass die Mitgliedsstaaten der Schaffung von bezahlbarem Wohnraum in Regionen mit Wohnungsmangel Vorrang einräumen sollen. Des Weiteren soll auch die Renovierung bzw. Umwidmung von Bürogebäuden in Wohnimmobilien beschleunigt werden. Die Initiative der EU-Kommission zeigt unserer Meinung nach eindeutig, dass nicht nur die Mitgliedsstaaten an einer Lösung der Wohnungsnot interessiert sind, sondern auch die EU dieses Thema verstärkt in den Mittelpunkt rückt. Für den Covered Bond-Markt könnte eine höhere Neubautätigkeit, die im Zuge der Milderung der Wohnungsnot einen signifikanten Beitrag leisten dürfte, den Refinanzierungsbedarf der Kreditinstitute und damit auch die Emission gedeckter Anleihen mittelfristig erhöhen.

OSFI plant Reduzierung des Risikogewicht von kanadischen Covered Bonds

Das kanadische Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) hat einen finalen Entwurf seiner Capital Adequacy Requirements vorgelegt, in dem u.a. eine Reduzierung des Risikogewichts für kanadische Covered Bonds vorgesehen ist. So sollen Covered Bonds eines national systemrelevanten Instituts (D-SIB), das eine Bilanzsumme von mehr als CAD 400 Mrd. (rund EUR 250 Mrd.) aufweist, zukünftig von einem bestmöglichen Risikogewicht von 15% profitieren können, gegenüber bislang 20%. Damit würden Covered Bonds eines kanadischen D-SIB regulatorisch bessergestellt werden als ihre ausländischen Peers. Zuvor gab es keine vergleichbare Differenzierung nach Herkunftsstaat; vielmehr wurden alle Covered Bonds in Bezug auf ihr Risikogewicht gleichbehandelt. Zweifelsohne würde sich durch diese Maßnahme die Attraktivität von kanadischen Covered Bonds für einen inländischen Investor erhöhen. Das neue Regelwerk tritt für Banken einen Tag nach dem Ende ihres jeweiligen Geschäftsjahres in Kraft, also entweder ab dem 01. November 2026 oder der 01. Januar 2027. Die unterschiedliche Behandlung von inländischen und ausländischen Covered Bonds im Hinblick auf das Risikogewicht ist insbesondere vor dem Hintergrund der ebenfalls vorgeschlagenen Änderung von Covered Bonds im Rahmen des LCR-Managements verwunderlich. Dies wäre eine Anpassung, die im Sinne eines Drittstaatenäquivalenzprinzips die Vergleichbarkeit beider Rechtsrahmen erhöhen würde, während die veränderte Risikogewichtseinstufung unserer Ansicht nach eher in die gegenteilige Richtung wirken dürfte.

SSA/Public Issuers Marktüberblick

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

„No Brainer" – EZB beschließt erneute Straffung der Geldpolitik

Am vergangenen Donnerstag fanden sich die Entscheidungsträger der EZB zu ihrer sechsten Sitzung des Jahres zusammen. In den Räumlichkeiten der gastgebenden Deutschen Bundesbank in Berlin entschied sich der Rat dazu, alle drei Leitzinssätze erneut um +25bp zu erhöhen. Somit notiert der Zinssatz für die Einlagefazilität mit Wirkung zum 16. September bei 2,5%, während jene für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf nunmehr 2,65% respektive 2,9% angehoben wurden. Der geldpolitische Beipackzettel in Form des Statements enthielt zudem die neuesten *staff projections*. In deren Rahmen liegt der Ausblick für die Inflationsrate in 2026 nach wie vor bei 3,0%, während die Prognosen für 2027 und 2028 auf 2,5% respektive 2,1% revidiert wurden (bisher: 2,3% bzw. 2,0%). Hinsichtlich des zukünftigen Wirtschaftswachstums rechnen die Experten für 2026 mit einer Zunahme des realen BIPs in der Eurozone um +0,9% (zuvor: +0,8%). Für die nächsten beiden Jahre wird sodann erwartet, dass die Wirtschaft in 2027 um +1,4% (zuvor: +1,2%) und in 2028 um +1,5% (zuvor: +1,5%) wächst. Die *staff projections* deuten nach unserem Dafürhalten auf eine mittelfristige Rückkehr der Inflation zum EZB-Zielwert hin. Vor diesem Hintergrund bleibt der Handlungsdruck für eine weitere Zinserhöhung Richtung Jahresende zwar erhöht, eine darüberhinausgehende Straffung der Geldpolitik im Jahr 2027 sehen wir derzeit jedoch kritisch. Präsidentin Lagarde zeigte sich auf der Pressekonferenz indes wenig besorgt hinsichtlich der in jüngster Vergangenheit signifikant gestiegenen Renditen für Staatsanleihen. Es handle sich um ein „globales Phänomen", welches nicht auf die Eurozone beschränkt und u.a. auf die Finanzierungsbedürfnisse des KI-Sektors sowie die Entwicklungen in den USA zurückzuführen sei. „Wir beobachten aufmerksam, was auf den Märkten und insbesondere am langen Ende der Kurve geschieht", so Lagarde. Die nächste Sitzung des EZB-Rates findet am 29. Oktober statt – dann wieder in Frankfurt am Main.

Haushaltslage bleibt angespannt: Berlin erwartet weiterhin Finanzierungsdefizit in 2026

Das Land Berlin (Ticker: BERGER) wird für das laufende Haushaltsjahr voraussichtlich einen negativen Finanzierungssaldo i.H.v. EUR -4,6 Mrd. aufweisen. Dies geht aus dem aktuellen Statusbericht zur Haushaltslage zum Stichtag 31. Mai hervor, welchen der Finanzsenator – Stefan Evers – dem Senat Anfang September vorgelegt hat. Aus dem Bericht geht hervor, dass den bereinigten Einnahmen im Umfang von EUR 39,1 Mrd. bereinigte Ausgaben i.H.v. EUR 43,7 Mrd. gegenüberstehen. Ursprünglich wurde im Doppeletat 2026/27 auf der Einnahmenseite für dieses Jahr mit EUR 39,3 Mrd. kalkuliert. Die Mindereinnahmen (EUR -200 Mio.) seien neben geringeren Steuereinnahmen (EUR -64 Mio.) aufgrund der konjunkturell und strukturell schwierigen gesamtwirtschaftlichen Lage insbesondere auf geringer als erwartet ausfallende „sonstige Einnahmen" (EUR -163 Mio.) zurückzuführen. Nichtsdestoweniger liegen auch die Gesamtausgaben unter Plan (EUR 44,9 Mrd.). Die Abweichung i.H.v. EUR 1,2 Mrd. entfällt überwiegend auf den Investitionsbereich. „Die Haushaltslage bleibt ernst. Ein Finanzierungsdefizit von rund EUR 4,6 Mrd. ist erheblich. Hinzu kommen weitere finanzielle Risiken und eine unsichere wirtschaftliche Entwicklung. Deshalb müssen wir weiter klare Prioritäten setzen, Ausgaben kritisch prüfen und die finanzielle Handlungsfähigkeit Berlins sichern", so der Finanzsenator.

CADES veröffentlicht Allokations- und Impact-Report 2025

Die Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (Ticker: CADES) hat kürzlich ihren sechsten Allocation and Performance Report für das vergangene Jahr veröffentlicht. Zu den Kernaufgaben der Agency zählen die Übernahme und Tilgung von Schulden des französischen Sozialversicherungssystems, die über den Kapitalmarkt, insbesondere in Form von Social Bonds, refinanziert werden. Im Jahr 2025 begab die CADES insgesamt vier Anleihen in EUR, USD und CNY mit Laufzeiten von drei bis fünf Jahren und einem Gesamtvolumen i.H.v. EUR 7,5 Mrd. Davon entfielen EUR 5,1 Mrd. auf Social Bonds, womit die CADES ihre Stellung als einer der führenden Emittenten in diesem Segment untermauerte. Die im Rahmen der Emissionen aufgenommenen Mittel wurden u.a. zur Refinanzierung bzw. Rückzahlung fälliger Anleihen eingesetzt, deren Gesamtvolumen sich im Jahr 2025 auf EUR 12,4 Mrd. belief. Darüber hinaus wurde die Finanzierung zentraler Bereiche des französischen Sozialschutzsystems unterstützt, darunter die Kranken- und Altersvorsorge, der Solidaritätsfonds für ältere Menschen, Investitionen in öffentliche Krankenhäuser sowie Maßnahmen zur Erreichung der UN Sustainable Development Goals (SDGs) im Bereich der sozialen Sicherung. Seit ihrer Gründung hat die CADES Schulden i.H.v. insgesamt EUR 396 Mrd. übernommen. Für das Jahr 2026 sind weitere Schulden i.H.v. EUR 15 Mrd. vorgesehen. Allein zwischen 2020 und 2024 übernahm die CADES mehr als EUR 100 Mrd. an Defiziten der Krankenversicherung sowie rund EUR 16 Mrd. an Defiziten der Altersvorsorge und des Solidaritätsfonds. Gleichzeitig wurden bereits EUR 274,8 Mrd. an Schuldenübertragungen amortisiert – eine vollständige Tilgung wird bis 2033 erwartet. Ihr Fundingprogramm für dieses Jahr hat die Agency bereits abgeschlossen – weitere Informationen und Rahmendaten diesbezüglich finden Sie auf der folgenden Seite.

Kommuninvest steigert Kreditportfolio und baut nachhaltige Finanzierung weiter aus

Die Kommuninvest i Sverige AB (Ticker: KOMINS) profitierte in H1/2026 weiterhin von der Ende 2025 vorgenommenen Margensenkung und konnte ihr Kreditportfolio um +4,5% gegenüber dem Jahresultimo 2025 auf nunmehr SEK 589,8 Mrd. (Äquivalente: EUR 54,6 Mrd.; 2025: SEK 563,9 Mrd.) erhöhen. Maria Viimne, CEO von Kommuninvest, zeigte sich trotz anhaltender geopolitischer Unsicherheiten erfreut über das Wachstum des Kreditportfolios sowie die gestärkte Wettbewerbsfähigkeit und betonte die Bedeutung der finanziellen Unterstützung von Kommunen und Regionen angesichts des weiterhin hohen Investitionsbedarfs. Auf Ergebnisebene belasteten insbesondere negative Marktwertveränderungen sowie die schwedische Risikosteuer das Halbjahresergebnis. Das Vorsteuerergebnis lag zum Ende H1/2026 bei SEK -214,2 Mio. (H1/2025: SEK 58,4 Mio.). Das bereinigte operative Ergebnis, welches Marktwertänderungen, erwartete Kreditverluste und regulatorische Abgaben ausklammert, belief sich dagegen auf SEK 299,4 Mio. (H1/2025: SEK 328,3 Mio.) und verdeutlichte die weiterhin robuste operative Ertragskraft. Auf der Refinanzierungsseite konnte hingegen eine positive Entwicklung verzeichnet werden: Das ausstehende Fundingvolumen stieg in H1/2026 auf SEK 676,0 Mrd. (FY/2025: SEK 609,2 Mrd.). Im Bereich nachhaltiger Finanzierungen setzte die schwedische Agency ihren Wachstumskurs ebenfalls fort. Zum Ende H1/2026 umfasste das „Green Loans"-Portfolio 789 förderfähige Projekte mit einem Volumen von SEK 142,3 Mrd. (H1/2025: 764 Projekte; SEK 135,8 Mrd.). Das „Social Sustainability"-Portfolio blieb mit 34 Projekten und einem Umfang von SEK 14,4 Mrd. unverändert. Insgesamt erhöhte sich der Anteil nachhaltiger Finanzierungen am gesamten Kreditportfolio leicht auf 19,4% (H1/2025: 19,2%). Am EUR-Primärmarkt wurde die Kommuninvest in diesem Jahr bereits zweimal in Form von Benchmarkanleihen vorstellig und sammelte dabei insgesamt EUR 2,25 Mrd. ein. Das Fundingziel für 2026 beträgt umgerechnet rund EUR 16,7 Mrd.

„Konsolidieren, Investieren, Zukunftschancen realisieren“ – Brandenburg stellt Etat vor
Das Kabinett des Landes Brandenburg (Ticker: BRABUR) hat Anfang September den Entwurf des Doppelhaushalts für die Jahre 2027/28 beschlossen. Das Gesamtvolumen des Etats beläuft sich für das kommende Jahr auf EUR 18,4 Mrd. und soll in 2028 sodann auf EUR 18,7 Mrd. anwachsen. Gegenüber dem laufenden Haushalt 2026 entspricht dies einer Steigerung um EUR +1,0 Mrd. respektive EUR +1,3 Mrd. „Das steigende Haushaltsvolumen erklärt sich vor allem durch die Erhöhung der Besoldung und Versorgung der Beamtinnen und Beamten infolge der aktuellen Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, die gestiegenen Zuweisungen an die Kommunen auf Basis des neu verhandelten kommunalen Finanzausgleichs sowie steigende Sozialhilfekosten. Allein die Personalausgaben liegen 2028 EUR 837,5 Mio. über dem Niveau von 2026“, so Finanzminister Daniel Keller. Für 2027 wird mit einem Finanzierungssaldo i.H.v. EUR -1,8 Mrd. gerechnet, während die Haushaltslücke in 2028 mit EUR -1,4 Mrd. kalkuliert wurde. Zum Ausgleich der Finanzierungssalden ist im Budget eine Nettoneuverschuldung i.H.v. EUR 1,5 Mrd. (2027) sowie EUR 1,2 Mrd. (2028) veranschlagt worden. Die Brutto-Kreditaufnahme am Kapitalmarkt soll dabei 2027 EUR 4,2 Mrd. betragen und 2028 auf sodann EUR 3,9 Mrd. gesenkt werden. Zusätzlich zur Schuldenaufnahme sind ebenfalls Entnahmen aus Rücklagen geplant. „Für mich steht über diesem Haushalt ein klares finanzpolitisches Ziel: Wir müssen Einnahmen und Ausgaben des Landes wieder dauerhaft zusammenbringen. Das können wir nicht in einem einzigen Schritt erreichen. Aber mit diesem Doppelhaushalt machen wir einen sehr deutlichen Schritt in diese Richtung“, so der Finanzminister.

Fundingbedarf gestillt: Französische Agencies schließen Refinanzierungsprogramme ab
Einige der emissionsstärksten französischen Agencies haben bereits Mitte September ihre für 2026 avisierten Refinanzierungsziele erreicht und richten ihre Blicke punktuell schon auf das entscheidende Jahr 2027, wenn die „Grande Nation“ ein neues Staatsoberhaupt wählt. Mit EUR 15 Mrd. hatte die CADES – gleichlautender Ticker – den größten mittel- und langfristigen Fundingbedarf für dieses Jahr kommuniziert, da die Agency in identischer Höhe neue Schulden des Sozialversicherungssystems zur Amortisierung übertragen bekommen hat. Gegenüber dem Vorjahr hat die CADES ihr Fundingziel damit verdoppelt. Trotzdem steht unter dem Strich für 2026 ein Net Supply von EUR -6,1 Mrd. zu Buche (Fälligkeiten EUR 21,1 Mrd.). Die Unédic (Ticker: UNEDIC) hat ihrerseits das geplante Ziel von EUR 10 Mrd. ebenfalls erreicht. Die Mittel wurden dabei allesamt über die Emission von vier Social Bonds im EUR-Benchmarkformat aufgenommen. Über die letzten Jahre hinweg hat die Unédic ihren Refinanzierungsbedarf stetig ausgeweitet: Lag das Fundingziel in den Jahren 2022 bis einschließlich 2024 bei jeweils EUR 1 Mrd. pro Jahr, wurde dieses im vergangenen Jahr zunächst auf EUR 4 Mrd. angehoben, bevor die Obergrenze für 2026 erneut auf die genannten EUR 10 Mrd. angehoben wurde. Wir rechnen damit, dass das Refinanzierungsprogramm auch im kommenden Jahr ein ähnliches Volumen aufweisen wird (Fälligkeiten 2027: EUR 5,25 Mrd.). Gemäß eigenen Angaben hat die Agence Française de Développement (AFD, Ticker: AGFRNC) nach ihrer jüngsten Neuemission (vgl. Primärmarkt) das Refinanzierungsprogramm für 2026 i.H.v. EUR 9,5 Mrd. ebenfalls abgeschlossen und bereits mit dem Prefunding für 2027 begonnen (Neuemissionsvolumen ytd: EUR 10,7 Mrd.). Die Agency dürfte sich damit schon frühzeitig für das kommende Wahljahr aufstellen, um u.U. einer erhöhten Volatilität am französischen Kapitalmarkt infolge möglicher politischer Unsicherheiten zu entgehen. Im Falle der CADES und der UNEDIC konnten wir bisher noch keine Prefunding-Tätigkeiten registrieren. Weitere Agencies wie bspw. die Bpifrance (Ticker: BPIFRA) oder die Société des Grands Projets (Ticker: SOGRPR) dürften demgegenüber noch für das laufende Jahr frische Mittel einsammeln.

Primärmarkt

Flankiert von diversen richtungweisenden Leitzinsentscheidungen rund um den Globus blieb die Schlagzahl am SSA-Primärmarkt auch in der letzten von uns betrachteten Handelswoche anhaltend hoch. Beginnen wir zunächst chronologisch: Auf die Mandatierung der Freien und Hansestadt Hamburg (Ticker: HAMBRG) für eine Landesschatzanweisung im EUR-Benchmarkformat mit sechs Jahren Laufzeit hatten wir bereits in unserer vorherigen Ausgabe hingewiesen und die Bücher wurden sodann kurz nach Redaktionsschluss geöffnet. Das Emissionsvolumen von EUR 1 Mrd. wurde schließlich guidancegemäß zu ms +12bp gepreist (Orderbuch: EUR 1,6 Mrd.). Aus dem deutschen Ländersegment war zudem die Freie Hansestadt Bremen (Ticker: BREMEN) mit einem Floater aktiv und versorgte sich mit frischen EUR 500 Mio. im siebenjährigen Laufzeitsegment guidancegemäß zu +14bp gegenüber dem Sechs-Monats-Euribor (Bid-to-cover-Ratio: 1,7x). Insgesamt haben die deutschen Länder damit seit Jahresbeginn EUR 39,2 Mrd. in Form von EUR-Benchmarkanleihen an den Markt gebracht. Zum Vergleich: Im identischen Zeitraum des Vorjahres lag das Neuemissionsvolumen noch bei EUR 44,4 Mrd. Aus Frankreich machte die Förderbank Agence Française de Développement (Ticker: AGFRNC) Nägel mit Köpfen und emittierte EUR 1,5 Mrd. bei einer Laufzeit von kurzen acht Jahren zu OAT +23bp (entsprach circa ms +73bp; Guidance: OAT +25bp area). Die Europäische Union (Ticker: EU) wagte sich zudem in Gestalt einer Dual Tranche im Rahmen ihrer zweiten syndizierten Transaktion in H2/2026 (vgl. Fundingplan) aufs Parkett und platzierte in diesem Zuge eine frische dreijährige sowie 30-jährige Anleihe. Die kürzerlaufende Tranche hatte ein Volumen i.H.v. EUR 6,0 Mrd. und wurde zu EU +6bp gepreist (entsprach circa ms -14bp; Guidance: EU +8bp area), während der längerlaufende Bond im Umfang von EUR 5,0 Mrd. bei einem Reoffer-Spread von EU +3bp geprintet wurde (entsprach circa ms +101bp; Guidance: EU +5bp area). Die Bid-to-cover-Ratios betrugen beachtliche 12,0x respektive 16,0x. Damit hat die Staatengemeinschaft seit Jahresbeginn insgesamt EUR 134 Mrd. über neue Bonds und Aufstockungen eingesammelt. Somit dürften im Rahmen der letzten beiden Syndizierungen sowie verbleibenden drei Anleiheauktionen noch EUR 46 Mrd. emittiert werden. Aufgrund der erfolgten Neumandatierung rechnen wir in naher Zukunft mit folgenden Transaktionen: Das Land Baden-Württemberg (Ticker: BADWUR) hat bereits am vergangenen Freitag ein Bankenkonsortium für die Platzierung des ersten European Green Bonds (10y) eines deutschen Landes mandatiert. Das avisierte Volumen soll EUR 600 Mio. (WNG) betragen. Darüber hinaus plant Mecklenburg-Vorpommern (Ticker: MECVOR) die Emission einer neuen Landesschatzanweisung im EUR-Benchmarkformat mit sechs Jahren Laufzeit.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
EU	SNAT	15.09.	EU000A4E0866	30.0y	5.00bn	ms +101bp	AAA / Aaa / AA+	-
EU	SNAT	15.09.	EU000A4E0858	3.4y	6.00bn	ms -14bp	AAA / Aaa / AA+	-
BREMEN	DE	15.09.	DE000A5ENMU5	7.0y	0.50bn	6mE +14bp	AAA / - / -	-
AGFRNC	FR	09.09.	FR001401AXV5	7.7y	1.50bn	ms +73bp	A+ / - / A+	-
HAMBRG	DE	09.09.	DE000A3MQTU1	6.0y	1.00bn	ms +12bp	AAA / - / -	-

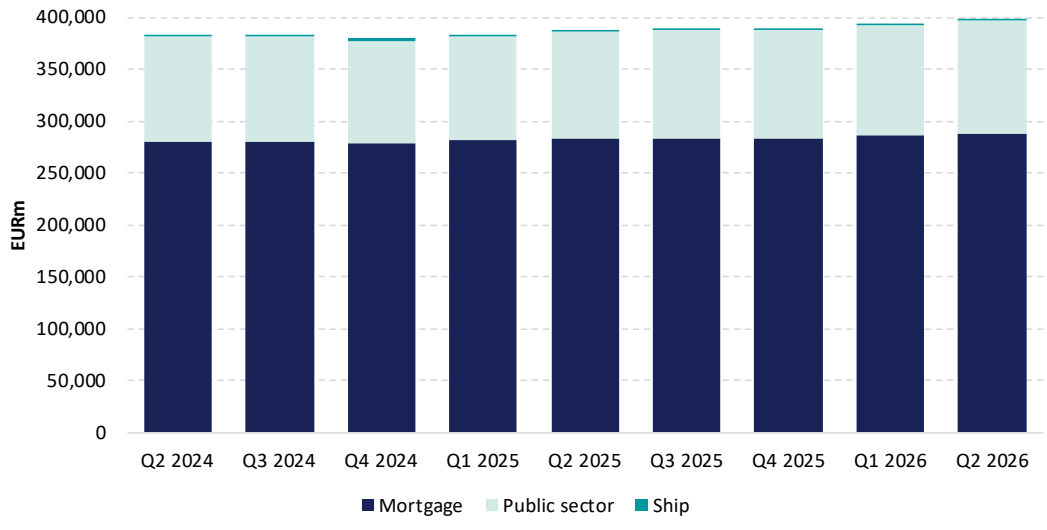
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research (Rating: Fitch / Moody's / S&P)

Covered Bonds
Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026

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

Transparenzangaben gemäß §28 PfandBG: Der Blick auf den deutschen Pfandbriefmarkt
Auch im aktuellen Emissionsjahr zählen die deutschen Pfandbriefbanken sowohl im Hinblick auf das EUR-Benchmarksegment als auch in Bezug auf das EUR-Subbenchmarksegment zu den bedeutenden Treibern am Primärmarkt. Nach unserer Auffassung ermöglicht ein tieferer Einblick in die Zusammensetzung der Deckungsstöcke deutscher Pfandbriefemittenten auch ein wenig mehr Klarheit über das CRE-Exposure sowie dessen Ausprägungen unter den betrachteten Programmen. Hierbei liegt das Hauptaugenmerk sowohl auf der Art der Deckung (wohnwirtschaftlich vs. gewerblich) als auch auf der geographischen Verteilung der Immobilien. In diesem Kontext stellen die jeweils quartalsweise durch den Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) veröffentlichten Reports im Rahmen der Transparenzmeldungen des §28 PfandBG regelmäßig eine wichtige Inputvariable dar. Auf Basis dieser Daten haben wir unlängst erneut unser NORD/LB Covered Bond Special „Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026“ veröffentlicht. Darin werden die Deckungsstockdaten zu 37 Hypothekenpfandbriefprogrammen, 20 Programmen für Öffentliche Pfandbriefe und einem Schiffspfandbriefprogramm dargestellt, wobei wir die Angaben zur Deckungsmasse der Deutschen Bank und der Openbank (zuvor Santander Consumer Bank), deren Deckungsstockdaten nicht auf der Website des vdp gemeldet werden, manuell hinzugefügt haben. Gleichzeitig werfen wir mit der Veröffentlichung „Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 Sparkassen“ auch einen genaueren Blick auf die Pfandbriefprogramme deutscher Sparkassen, welche aus 44 Hypothekenprogrammen und 14 Programmen mit öffentlicher Deckung bestehen. Nachfolgend fassen wir die wesentlichen Entwicklungen und Kernaussagen der Transparenzmeldungen zum Ende des II. Quartals 2026 zusammen.

Entwicklung des ausstehenden Pfandbriefvolumens

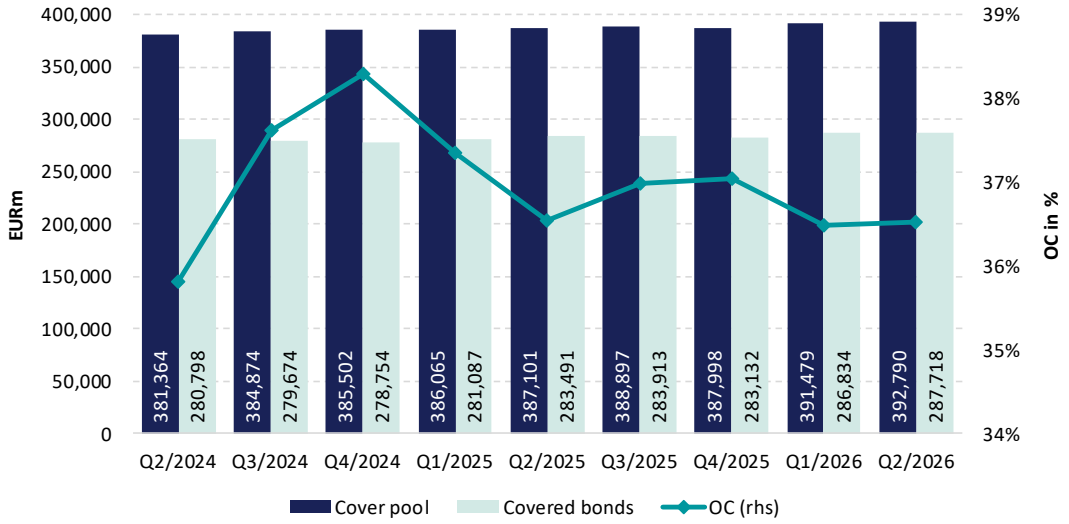


Quelle: vdp, Deutsche Bank, Openbank, NORD/LB Floor Research

Pfandbriefumlauf: Hypothekenpfandbriefe weiterhin dominant

Mit EUR 396,9 Mrd. an ausstehenden Pfandbriefen ist das Gesamtvolumen im Vergleich zum Vorquartal (Stichtag 31. März 2026: EUR 393,3 Mrd.) leicht gestiegen. Getragen wurde diese Entwicklung insbesondere von den Öffentlichen Pfandbriefen. Diese verzeichneten im Quartalsvergleich einen Anstieg um EUR +2,7 Mrd. bzw. +2,6%. Bei den Hypothekenpfandbriefen (EUR +884 Mio. bzw. +0,3%) fiel der Anstieg deutlich geringer aus. Nichtsdestoweniger stellen Hypothekenpfandbriefe mit EUR 287,7 Mrd. (72,5%) den dominanten Anteil am Pfandbriefmarkt in der hier betrachteten Abgrenzung dar. Auf Öffentliche Pfandbriefe entfällt hingegen mit EUR 108,9 Mrd. lediglich ein Anteil von 27,4%. Das Volumen der ausstehenden Schiffspfandbriefe (Schipfe) blieb im Quartalsvergleich unverändert und notierte bei EUR 275 Mio.

Entwicklung Hypothekenpfandbriefe: Langsamer Anstieg des ausstehenden Volumens

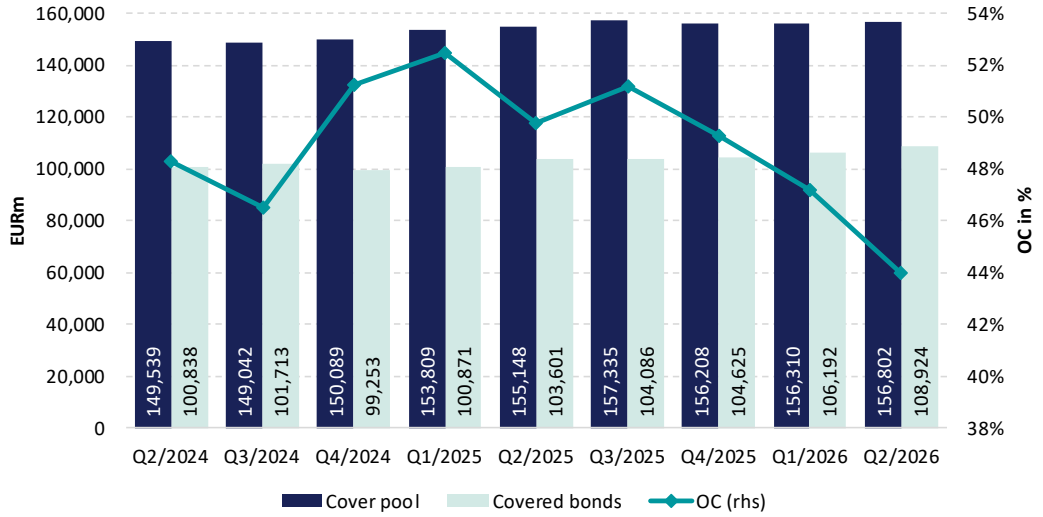


Quelle: vdp, Deutsche Bank, Openbank, NORD/LB Floor Research

Hypothekenpfandbriefvolumen im II. Quartal 2026 leicht gestiegen

Dem bereits erwähnten Hypothekenpfandbriefvolumen von EUR 287,7 Mrd. steht aktuell ein Deckungsstockvolumen von EUR 392,8 Mrd. gegenüber, woraus sich eine rechnerische Überdeckung von EUR 105,1 Mrd. bzw. 36,5% ableitet (Vorquartal: EUR 104,6 Mrd. bzw. 36,5%). Aus dieser Durchschnittsbetrachtung ergibt sich u.E. weiterhin kein Hinweis auf eine Knappheit von Deckungswerten, die das Emissionspotenzial in den kommenden Quartalen beeinträchtigen könnte. In der Stichtagsbetrachtung auf Emittentenebene ist der Zuwachs des ausstehenden Volumens der ING-DiBa (EUR +2,0 Mrd.) und der DZ HYP (EUR +1,6 Mrd.) besonders prägnant. Auch bei der Norddeutschen Landesbank (NORD/LB; EUR +414 Mio.) sowie der UniCredit Bank (EUR +374 Mio.) stehen nennenswerte Anstiege zu Buche. Im Kontrast dazu wiesen die Commerzbank (EUR -1,1 Mrd.) und die Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba; EUR -962 Mio.) im Quartalsvergleich teilweise deutliche Rückgänge auf. Im Jahresvergleich entfiel der größte Zuwachs auf die LBBW mit EUR +14,6 Mrd. Dieser ist auf die Integration der ausstehenden Hypothekenpfandbriefe der ehemaligen Tochtergesellschaft Berlin Hyp zurückzuführen. Darüber hinaus verzeichneten auch die ING-DiBa (EUR +2,8 Mrd.) und die UniCredit Bank (EUR +1,8 Mrd.) deutliche Anstiege im Vergleich zum II. Quartal 2025. Die größten Rückgänge beim ausstehenden Hypothekenpfandbriefvolumen verzeichneten im Vergleich zum Vorjahr hingegen die Commerzbank (EUR -2,0 Mrd.) sowie die Helaba (EUR -1,1 Mrd.).

Entwicklung Öffentliche Pfandbriefe: Wachstumstrend hält weiter an



Quelle: vdp, Deutsche Bank, Openbank, NORD/LB Floor Research

Öffentliche Pfandbriefe mit sechstem Anstieg des ausstehenden Volumens in Folge

Der Markt für Öffentliche Pfandbriefe setzte auch im II. Quartal 2026 seinen Wachstumstrend ungebrochen fort. So stieg das ausstehende Volumen bereits das sechste Quartal in Folge an und summierte sich in der aktuellen Berichtsperiode auf EUR 108,9 Mrd. (Vorquartal: EUR 105,1 Mrd.). Höher notierte der Markt für Öffentliche Pfandbriefen zuletzt im III. Quartal 2022 (EUR 117,2 Mrd.). Entsprechend ist unserer Ansicht aktuell ein nachhaltiger Anstieg der Emissionsaktivitäten in diesem Segment zu konstatieren. Beim Umfang der Deckungswerte zeichnete sich keine signifikante Verschiebung ab. So stiegen die Deckungswerte im Quartalsvergleich um +0,3% an und notierten nunmehr bei EUR 156,8 Mrd. Die rechnerische Übersicherungsquote sank aufgrund des stärker gestiegenen Pfandbriefvolumens von 47,2% im Quartalsvergleich auf nun 44,0%. Unserer Ansicht nach bieten die weiterhin durchaus auskömmlichen Übersicherungsquoten einen Hinweis auf das Emissionspotenzial von Öffentlichen Pfandbriefen. Verantwortlich für den Anstieg des Emissionsvolumens zeigten sich im Quartalsvergleich insbesondere die Helaba (EUR +974 Mio.) und die Commerzbank (EUR +756 Mio.). Sinkende Öffentliche Pfandbriefvolumen wiesen auf der anderen Seite u.a. die DZ HYP (EUR -249 Mio.) und die Deutsche Pfandbriefbank (pbb; EUR -119 Mio.) auf. Im Jahresvergleich sind besonders die Anstiege des Emissionsvolumens bei der Commerzbank (EUR +5,0 Mrd.), der Deutschen Kreditbank (EUR +1,1 Mrd.) und der Helaba (EUR +950 Mio.) erwähnenswert, wohingegen die Bayerische Landesbank (BayernLB; EUR -624 Mio.) und die pbb (EUR -586 Mio.) Rückgänge beim Emissionsvolumen anzeigten.

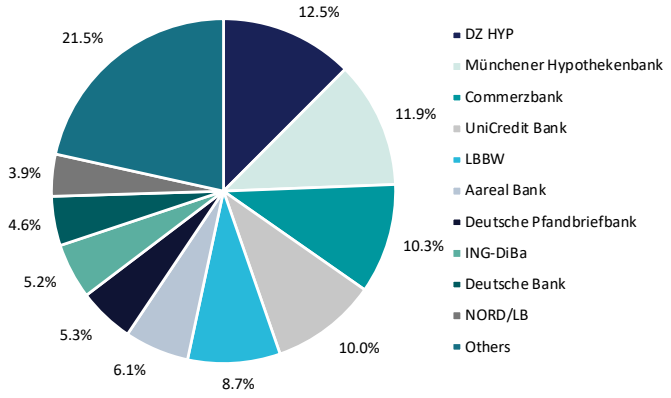
Schiffspfandbriefe bleiben unverändert ein Nischenprodukt

Mit einem Anteil von 0,1% am Gesamtvolumen stellt das Segment der Schiffspfandbriefe nach wie vor eine Marktnische innerhalb des Pfandbriefmarktes dar. Im Quartalsvergleich blieb das ausstehende Volumen unverändert und notierte bei EUR 275 Mio. Zum Stichtag 30. Juni verfügte nur noch die Hamburg Commercial Bank über ausstehende Pfandbriefe in diesem Segment. Die Commerzbank wies zum gleichen Stichtag keine ausstehenden Schiffspfandbriefe mehr aus, nachdem sich das Volumen in den letzten Jahren bereits rückläufig entwickelte.

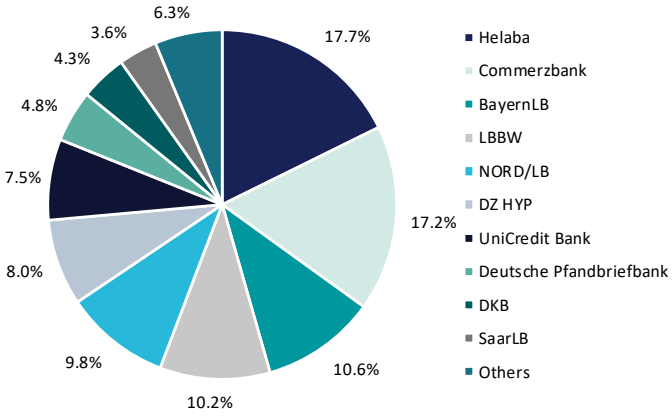
Ein Blick auf die „Top 10“

Mit Blick auf die „Top 10“ der größten Hypothekenpfandbriefemittenten nach ausstehendem Volumen liegt zum Stichtag 30. Juni die DZ HYP mit einem Anteil von 12,5% – vor der Münchener Hypothekenbank mit 11,9% – auf dem ersten Platz. Dahinter folgen auf den Rängen 3 und 4 die Commerzbank sowie die UniCredit Bank mit 10,3% bzw. 10,0%. Der Anteil der zehn größten Emittenten am ausstehenden Volumen notiert insgesamt bei 78,5%. Bei den Öffentlichen Pfandbriefen liegt dieser Anteil mit 93,7% noch einmal deutlich höher. Hier belegt die Helaba mit 17,7% den ersten Platz, gefolgt von der Commerzbank mit 17,2%. Die BayernLB (10,6%) und die LBBW (10,2%) liegen auf den nachfolgenden Rängen.

Marktanteile – Hypothekenpfandbriefe



Marktanteile – Öffentliche Pfandbriefe

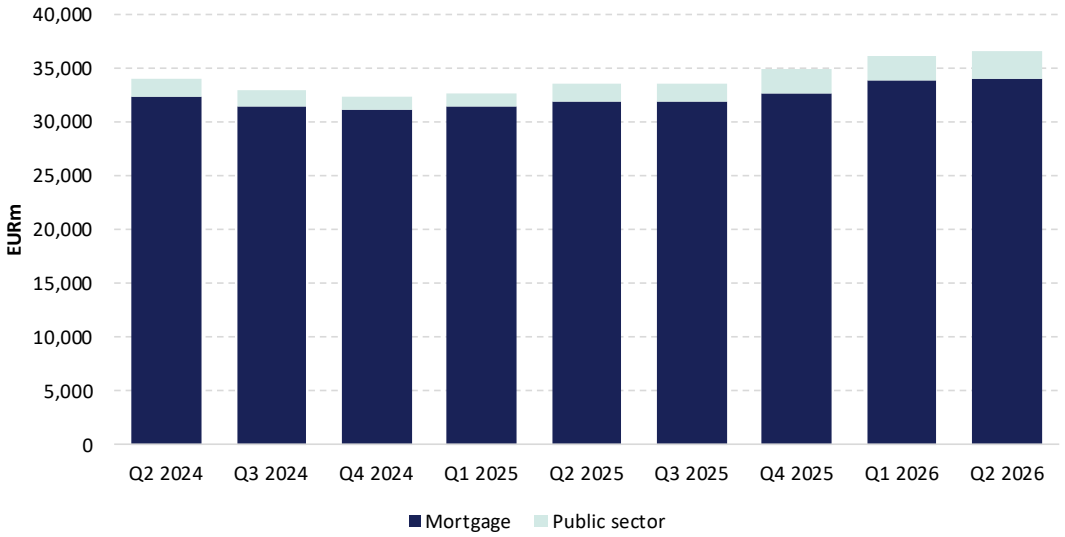


Quelle: vdp, Deutsche Bank, Openbank, NORD/LB Floor Research

Sparkassen vorwiegend mit Hypothekenpfandbriefen am Markt aktiv

Neben den Transparenzberichten zu den §28 PfandBG-Meldungen ihrer Mitgliedsinstitute stellt der vdp in Zusammenarbeit mit dem Pfandbriefbüro des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes (DSGV) ebenfalls die Deckungsstockdaten aller Pfandbriefemittenten aus dem Sparkassensektor auf seiner Website zur Verfügung. Insgesamt vereinen die Sparkassen zum Stichtag 30. Juni 2026 ein ausstehendes Pfandbriefvolumen von EUR 38,7 Mrd. auf sich. Demgegenüber stehen Deckungsstockwerte i.H.v. EUR 75,3 Mrd., woraus sich eine rechnerische Übersicherungsquote von 105,7% ableitet. Anteilig entfällt mit 93,1% das Gros des ausstehenden Volumens auf Hypothekenpfandbriefe, lediglich 6,9% sind Öffentlichen Pfandbriefen zuzurechnen. Mit Blick auf die Verteilung der ausstehenden Hypothekenpfandbriefe vereinen die zehn größten Sparkassenemittenten rund 62% des Gesamtvolumens auf sich. Die Spanne der Emissionsvolumina unter den Emittenten von Hypothekenpfandbriefen reicht von EUR 5 Mio. bis EUR 6,0 Mrd. Zu den größten Emittenten von Hypothekenpfandbriefen zählen zum Stichtag 30. Juni die Hamburger Sparkasse (ausstehendes Volumen: EUR 6,0 Mrd.), die BSK 1818 (EUR 3,2 Mrd.). die Sparkasse Pforzheim Calw (EUR 2,6 Mrd.) sowie die Sparkasse Hannover (EUR 2,1 Mrd.). Der Kreis der Emittenten von Öffentlichen Pfandbriefen unter den Sparkassen ist deutlich kleiner, entsprechend fällt das ausstehende Volumen mit EUR 2,5 Mrd. geringer aus. Die Sparkasse Hannover ist mit EUR 1,1 Mrd. größter Sparkassenemittent von Öffentlichen Pfandbriefen, gefolgt von der Hamburger Sparkasse (EUR 565 Mio.).

Entwicklung des ausstehenden Pfandbriefvolumens im Sparkassensektor

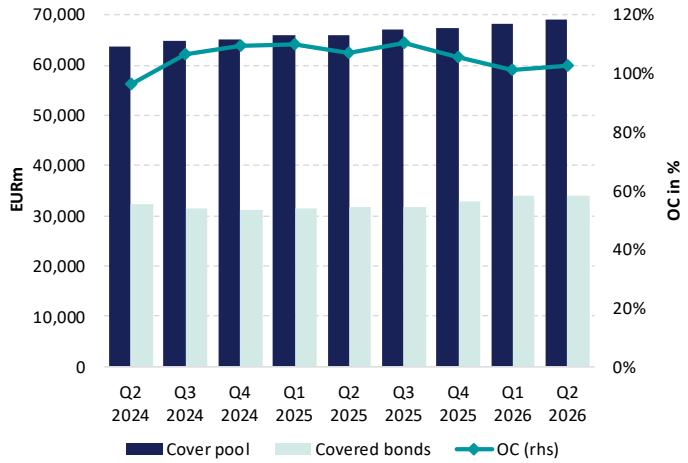


Quelle: vdp/DSGV, NORD/LB Floor Research

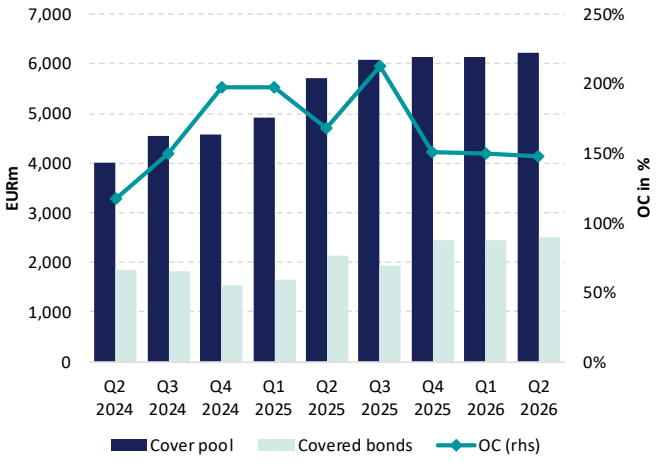
Sparkassen als neue Emittenten im EUR-Benchmark- und Subbenchmarksegment

In den vergangenen Jahren haben sich Sparkassen vermehrt zu aktiven Emittenten im EUR-Subbenchmarksegment entwickelt. So gaben in den vergangenen zwei Jahren insgesamt vier Sparkassen ihr Debüt in diesem Marktsegment. Darüber hinaus konnte die Sparkasse KölnBonn im Februar 2026 ihren ersten Pfandbrief in diesem Teilmarkt platzieren, nachdem die Bank zuvor nur im EUR-Benchmarksegment aktiv gewesen war. Mit Blick auf die durchschnittlichen Übersicherungsquoten der Hypothekenpfandbriefprogramme aus dem Sparkassensektor von über 100% (Q2/2026) ist unserer Ansicht nach das Potenzial für weitere Debüt-Transaktionen in Subbenchmarkgröße vorhanden. Entsprechend rechnen wir auch damit, in naher Zukunft weitere Subbenchmarkemittenten aus dem Sparkassensektor am Markt begrüßen zu dürfen. Für einige Sparkassen bietet dieser Teilmarkt die Möglichkeit, sich als regelmäßiger Emittent am Markt zu etablieren. In einigen Fällen kann dies auch als vorbereitender Schritt angesehen werden für zukünftige Benchmarktransaktionen.

Entwicklung – Hypothekenpfandbriefe Sparkassen



Entwicklung – Öffentliche Pfandbriefe Sparkassen



Quelle: vdp/DSGV, NORD/LB Floor Research

Zusätzliche Angaben zum deutschen sowie internationalen Pfandbriefmarkt

In Ergänzung zu der hier eher auf Gesamtebene vorgenommenen Betrachtung ist weiterhin auch die Sicht auf Ebene der einzelnen Pools bzw. Programme relevant. Hier verweisen wir für detailliertere Darstellungen erneut auf unsere „§28-Studie“, in der sich z.B. aus der Übersichtstabelle auf Seite 5 entnehmen lässt, welche hypothekarischen Cover Pools einen hohen Anteil an gewerblichen Assets aufweisen. Auch die geographische Verteilung ist Teil der Publikation. Für eine „internationalere Betrachtung“ verweisen wir zudem auf den NORD/LB Issuer Guide Covered Bonds 2025. Im Rahmen dieser Veröffentlichung liefern wir einen umfassenden Überblick über alle zum (damaligen) Redaktionsschluss aktiven Emittenten im EUR-Benchmark- und/oder EUR-Subbenchmarksegment.

Fazit

Der deutsche Pfandbriefmarkt setzte auch im II. Quartal 2026 seinen Wachstumspfad fort. Das ausstehende Volumen stieg im Vergleich zum Vorquartal um +0,9% auf EUR 396,9 Mrd. an. Insbesondere die Öffentlichen Pfandbriefe erwiesen sich als Treiber der Entwicklung und verzeichneten bereits das sechste Quartal in Folge einen Volumenanstieg. Im Quartalsvergleich übertraf das Wachstum bei den Öffentlichen Pfandbriefen mit +2,6% jenes der Hypothekenpfandbriefe (+0,3%) deutlich. Schiffspfandbriefe stellen mit lediglich einem verbleibenden Emittenten und einem ausstehenden Volumen von EUR 275 Mio. mittlerweile eine absolute Randerscheinung am Pfandbriefmarkt dar. Nach der EUR-Benchmarkemission der Hamburg Commercial Bank Anfang September 2026 dürfte das ausstehende Volumen an Schiffspfandbriefen in der Berichterstattung zum III. Quartal 2026 wieder höher ausfallen. Zusammenfassend betrachten wir die Meldungen gemäß §28 PfandBG als eine gute Analysebasis, die tiefergehende Einblicke in die Struktur der Deckungsstöcke deutscher Pfandbriefemittenten ermöglicht, einschließlich Angaben zu den Übersicherungsquoten. Diese sind unserer Meinung nach durchweg auskömmlich und sollten einem weiteren Wachstum am Pfandbriefmarkt daher nicht entgegenstehen.

SSA/Public Issuers
Italienische Agencies im Fokus

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

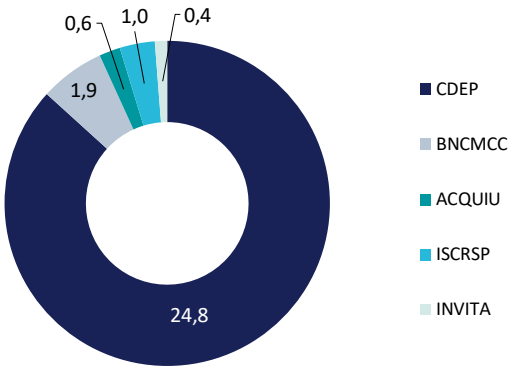
Einleitung

Auf internationaler Bühne zählt Italien neben Frankreich zu den größten Emittenten von Staatsanleihen in Europa. Deutlich geringere Aktivität herrscht allerdings im subnationalen Segment, in welchem regionale und lokale Gebietskörperschaften sowie Agencies tätig sind. Während bspw. in Frankreich ein breites Angebot für Anleihen öffentlicher Stellen existiert, zeigt sich die italienische Jurisdiktion in dieser Hinsicht deutlich homogener. Der bekannteste Emittent dürfte das Finanzinstitut Cassa Depositi e Prestiti (CDP, Ticker: CDEP) sein, welches wir bereits im Rahmen unseres Issuer Guide – Sonstige europäische Agencies näher beleuchten und das regelmäßig im EUR-Benchmarksegment tätig ist. Auch wenn die Primärmarktaktivitäten darüber hinaus spürbar abnehmen, dürften Anleihen der weiteren italienischen Agencies für institutionelle Investoren als Diversifikationsbaustein mit gewissen Pick-ups von Interesse sein. Vor diesem Hintergrund möchten wir im Rahmen des heutigen Artikels die Gelegenheit nutzen, um das „Nischensegment" der italienischen Agencies im Detail zu betrachten und stärker in den Fokus zu rücken. Naturgemäß bedarf es dafür neben einer Einordnung der Emissionstätigkeiten und des ausstehenden Anleihevolumens auch einer Klassifizierung der Emittenten aus regulatorischer Perspektive sowie einer Betrachtung des aktuellen Spreadgefüges.

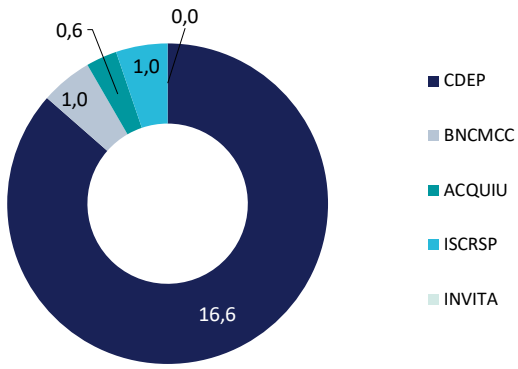
Die von uns betrachteten Emittenten im Überblick

Die größte italienische Agency stellt die eingangs erwähnte CDP dar. Das Finanzinstitut wurde bereits im Jahr 1850 als Depositenkasse in Turin gegründet und verfolgt das Ziel der Förderung einer nachhaltigen Entwicklung in Italien. Zentraler Bestandteil der Refinanzierung ist das Einlagengeschäft: Staatliche garantierte Postsparbücher, die 1875 eingeführt wurden, machten im Geschäftsjahr 2025 76% des Fundings der CDP aus. Die Bank nutzt dieses Kapital ihrerseits zur Finanzierung öffentlicher Projekte. In Zukunft soll das Geschäft mit Kundeneinlagen durch nachhaltigere und digitale Lösungen modernisiert und ein stärkerer Fokus auf die Refinanzierung über den Kapitalmarkt gelegt werden. Der italienische Staat ist durch das Ministerium für Wirtschaft und Finanzen zu 82,8% Mehrheitsanteilseigner der Bank. Eine explizite Staatsgarantie liegt allerdings nicht vor. Vollständig im Besitz des Staates befindet sich hingegen die Entwicklungsagentur Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa S.p.A. – kurz: Invitalia (Ticker: INVITA). Sie ist wie die CDP eine von der EZB anerkannte Agency und eine Anleihe des Emittenten wurde auch im Zuge der Ankaufprogramme vom Eurosystem erworben. Aufgabe der Invitalia ist die Förderung von Wirtschaftswachstum und Inlandsinvestitionen. Zu diesem Zweck unterhält die Invitalia diverse Tochterunternehmen, zu denen auch die Mediocredito Centrale – Banca Del Mezzogiorno S.p.A. (MCC, Ticker: BNCMCC) zählt. Diese ist insbesondere im strukturschwachen Süditalien tätig und vergibt Kredite an KMU. Regional im ganzen Land aktiv, aber mit explizitem Fokus auf den Sport- und Kultursektor, ist das Istituto per il Credito Sportivo e Culturale S.p.A. (ICSC, Ticker: ISCRSP). Das Finanz- und Wirtschaftsministerium ist hier zu rund 80% direkt beteiligt. Aufgrund seines Mandats ist das Institut vor allem im sozialen Anleihesegment aktiv. Unsere Analyse wird komplettiert durch Acquirente Unico (Acquirente, Ticker: ACQUIU): Als Verwalter der strategischen Ölreserven obliegt der Agency die Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben im Rahmen der nationalen und europäischen Verpflichtungen.

Ausstehende äquivalente Anleihevolumina (EUR Mrd.)



Ausstehende EUR-Benchmarks (EUR Mrd.)



Anm.: Benchmarks werden hier als Anleihen mit einem Mindestvolumen von EUR 0,5 Mrd. definiert.
Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen vom 15. September 2026.
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Italienische Agencies im Überblick (in EUR Mrd. bzw. EUR-Äquivalent)

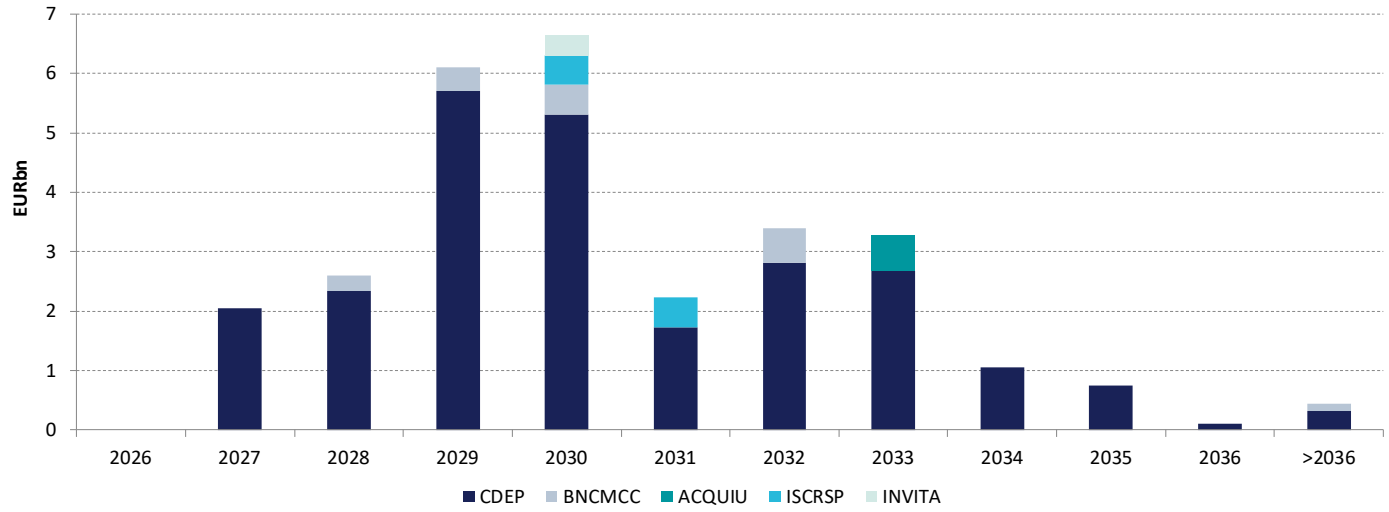
Name	Ticker	Rating (Fitch/Moody's/S&P)	Ausst. Volumen	Davon EUR-Volumen	Fundingziel 2026	Fälligkeiten 2026	Net Supply 2026	Anzahl ESG-Anleihen	ESG-Volumen
CDP	CDEP	BBB+ / - / BBB+	24,8	19,3	7,0	4,9	2,1	9	5,8
MCC	BNCMCC	- / - / BBB	1,9	1,9	0,7	0,0	0,7	3	1,4
Acquirente	ACQUIU	- / - / BBB+	0,6	0,6	0,5	0,0	0,5	0	0,0
ICSC	ISCRSP	- / - / BBB	1,0	1,0	0,5	0,0	0,5	2	1,0
Invitalia	INVITA	- / Baa2 / -	0,4	0,4	0,4	0,0	0,4	1	0,4
Summe			**28,7**	**23,2**	**9,1**	**4,9**	**4,2**	**15**	**8,6**

Anm.: Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen vom 15. September 2026.
Aufgrund des individuellen Fundingmix des Emittenten können die Werte für das „Fundingziel" und besonders des „Net Supply" von der Realität abweichen.
Quelle: Bloomberg, Emittenten, NORD/LB Floor Research

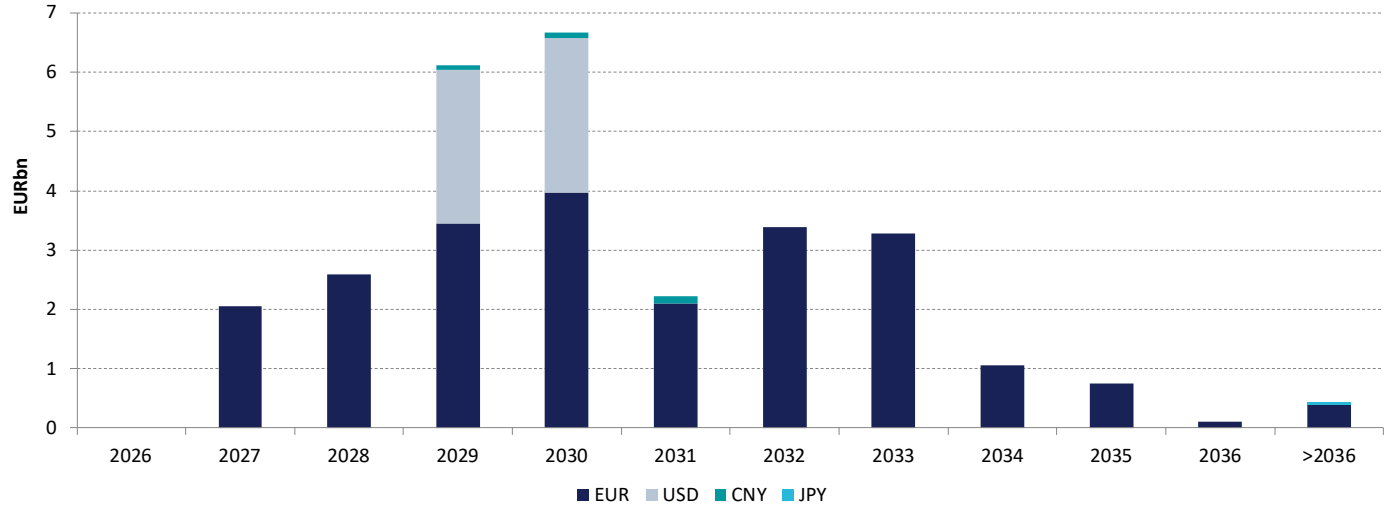
CDP dominiert ausstehendes Volumen

Wie anhand der obigen Grafiken und der Tabelle ersichtlich wird, ist der Löwenanteil des ausstehenden Anleihevolumens italienischer Agencies auf die CDP zurückzuführen – sowohl über alle Wertpapiere hinweg als auch explizit mit Blick auf EUR-Benchmarks. Von den weniger bekannten Emittenten verfügt die MCC mit sechs Anleihen im Umfang von aggregiert EUR 1,9 Mrd. über die zweitgrößte Marktpräsenz. Demgegenüber weisen sowohl das ICSC als auch die Acquirente mit insgesamt EUR 1,0 Mrd. respektive EUR 600 Mio. ein deutlich geringeres Angebot auf. Die Invitalia ist die einzige Agency in unserer Betrachtung, die über keine ausstehenden Benchmarks verfügt: Lediglich eine Subbenchmark mit einem Volumen i.H.v. EUR 350 Mio. ist am aktuellen Rand ausstehend. Hinsichtlich des zu erwartenden Fundingvolumens in diesem Jahr dürften mit Ausnahme der CDP sämtliche Italiener nach unserer Einschätzung ihre Refinanzierungsziele bereits erreicht haben. Vor dem Hintergrund fehlender Investor Relations-Unterlagen, in denen offizielle Angaben zum avisierten Funding vonseiten der Emittenten gemacht werden, stützen wir unsere Erwartungen hinsichtlich der unterjährigen Primärmarktaktivitäten in erster Linie auf historische Emissionsvolumina. Trotz ausbleibender Fälligkeiten haben sowohl MCC (EUR 625 Mio.), Acquirente (EUR 500 Mio.), ICSC (EUR 500 Mio.) und Invitalia (EUR 350 Mio.) in diesem Jahr bereits frische Mittel eingesammelt. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass sich die Emittenten auch in den kommenden Jahren maximal einmal pro Jahr am Primärmarkt zeigen dürften.

Ausstehende Anleihen nach Emittenten



Ausstehende Anleihen nach Währungen



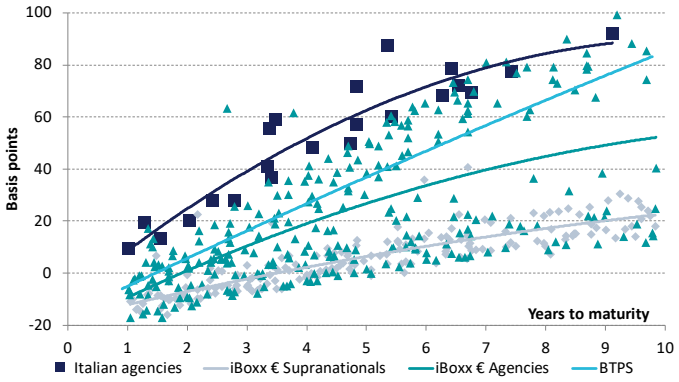
Anm.: Fremdwährungen in Euro konvertiert zu Kursen vom 15. September 2026.
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

EUR bestimmt Refinanzierungsmix

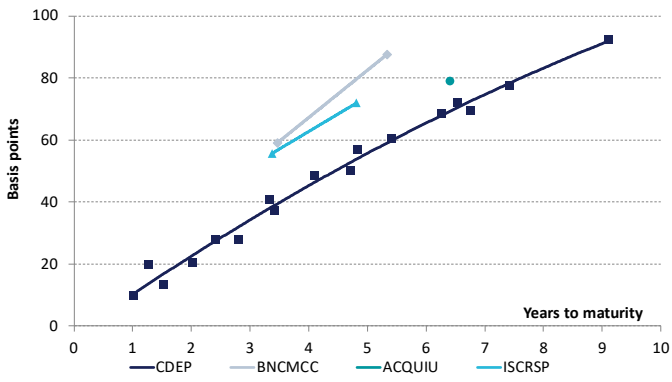
Das Gros der Fälligkeiten italienischer Agencies verteilt sich auf die Jahre 2029 (EUR 6,1 Mrd.) und 2030 (EUR 6,7 Mrd.), wobei der Löwenanteil klar der CDP zuzurechnen ist. Demgegenüber hat die Acquirente lediglich einen Bond ausstehend, der im Februar 2033 fällig wird. Darüber hinaus müssen auch vonseiten des ICSC und der Invitalia frühestens ab 2030 wieder Fälligkeiten zurückgezahlt werden. Die Neuemissionsaktivitäten in diesem Jahr haben allerdings unter Beweis gestellt, dass die Emittenten auch ohne entsprechende Fälligkeit an den Markt treten, um frisches Kapital über syndizierte Transaktionen einzusammeln. Insofern dürfte das italienische Agency-Segment zwar auch in Zukunft eher ein „Nischenmarkt“ bleiben, hinsichtlich des Net Supply gehen wir dennoch von einem positiven Wachstum in den kommenden Jahren aus. Mit Blick auf die Refinanzierungswährungen entfällt ein Anteil von EUR 23,1 Mrd. (81%) auf die europäische Gemeinschaftswährung, gefolgt von umgerechnet EUR 5,2 Mrd. in USD. Signifikant geringere Verbindlichkeiten sind hingegen in CNY (EUR 284 Mio.) sowie in JPY (EUR 42 Mio.) denominiert.

Italien Spreads im Vergleich

Italienische Agencies vs. Peers



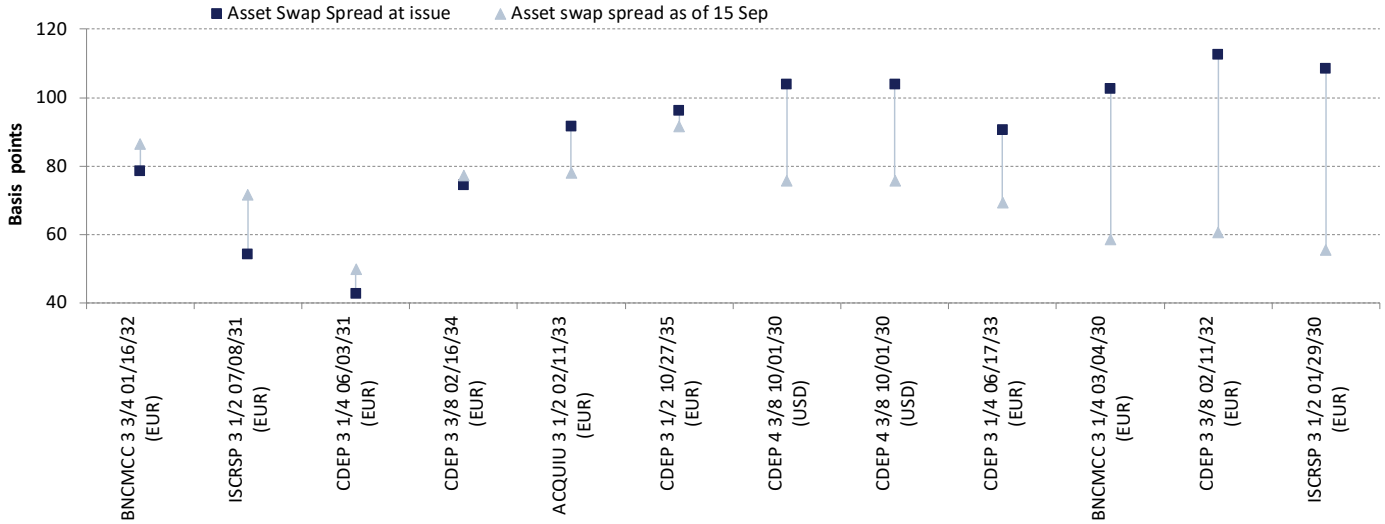
Italienische Agencies im Vergleich



Restlaufzeit ≥1 Jahr und ≤10 Jahre; ausstehendes Volumen mind. EUR 0,5 Mrd.
Quelle: Bloomberg, Markit, NORD/LB Floor Research

Italien Primärmarktaktivitäten im Überblick

Entwicklung festverzinslicher Benchmark-Emissionen 2025/26



Anm.: Benchmarks werden hier als Anleihen mit einem Mindestvolumen von EUR 0,5 Mrd. bzw. USD 1,0 Mrd. definiert.
Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadanalyse

Grundsätzlich lässt sich beim Blick auf die Spreads festhalten, dass die italienischen Agencies aufgrund ihres Ratings zu deutlich höheren Risikoprämien gehandelt werden als Kernemittenten wie deutsche oder niederländische Förderbanken. Auch im direkten Vergleich zum iBoxx € Agencies, welcher sich primär aus deutschen Förderinstituten sowie französischen Emittenten zusammensetzt, liegen über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg Spreadaufschläge vor. Im genannten Index selbst ist aus dem italienischen Sub-Segment lediglich eine Anleihe der CDP enthalten. Aufgrund des jenseits der CDP derzeit knappen Angebots lassen sich für die übrigen Emittenten keine vergleichbar liquiden Spreadkurven konstruieren. Dennoch offenbart ein Blick auf die Spreadentwicklung der jüngsten Neuemissionen, dass die Sekundärmarktperformance entsprechender festverzinslicher Benchmarkanleihen von einer Spreadausweitung geprägt war. Dies gilt nicht nur für Bonds der CDP, sondern auch für Wertpapiere des ICSC und der MCC.

Regulatorik

Für die Herleitung der regulatorischen Charakteristika im Rahmen des Standardansatzes der CRR klassifizieren wir Agencies (grundsätzlich) als öffentliche Stellen im Sinne des Art. 116. Da die italienischen Emittenten über eine Bonitätsbeurteilung einer von der EU anerkannten Ratingagentur verfügen, greift folglich Art. 116(2), welcher wiederum auf Art. 115(-1) referenziert. Gemäß Letzterem erfolgt die Zuordnung des Risikogewichts auf Basis des emittentenspezifischen Ratings. Laut den Vorgaben der CRR entspricht eine „BBB"-Beurteilung der Ratingklasse 3 (CQS3), sodass sich daraus für sämtliche italienische Agencies ein entsprechendes Risikogewicht von 50% ableiten lässt. Im Rahmen der LCR-Verordnung sind öffentliche Stellen mit einem Risikogewicht in dieser Höhe nicht als HQLA zugelassen. Darüber hinaus sind die Anleihen italienischer Agencies nach unserem Dafürhalten im Kontext von Solvency II als „nicht-präferiert" zu klassifizieren und daher im Einzelfall entsprechend ihres Ratings und Duration zu beurteilen. An dieser Stelle ist es wichtig, darauf hinzuweisen, dass die emittierten Bonds der MCC und des ICSC als Senior Preferreds gekennzeichnet sind und sich das Risikogewicht für diese Agencies daher auch über einen anderen Weg herleiten lässt. Gemäß Art. 119(5) ergibt sich das Risikogewicht für Finanzinstitute und vorrangige Schuldtitel aus den Bestimmungen des Art. 120. In Verbindung mit CQS3 entspricht das Risikogewicht hier ebenfalls 50%. Bankanleihen sind – abgesehen von den Ausnahmen gemäß Art. 10(1)(e) LCR für u.a. Förderinstitute – nicht LCR-fähig und sind „nicht-präferiert" unter Solvency II. Demgegenüber lassen sich die Bonds sämtlicher Emittenten als marktfähige Sicherheiten zur Besicherung von EZB-Liquidität im Rahmen von Repotransaktionen hinterlegen. Auf einer von der EZB täglich veröffentlichten Übersicht der zugelassenen marktfähigen Sicherheiten befindet sich neben den EUR-Titeln zudem eine JPY-denominierte Anleihe der CDP. Die für die Höhe des Bewertungsabschlags ausschlaggebende Haircutkategorie variiert dabei jedoch zwischen Kategorie II (CDP), Kategorie III (Acquirente und Invitalia) sowie Kategorie IV (MCC und ICSC).

Zusammenfassung für italienische Agencies

Risikogewichtung	50% (Art. 116; Art. 120 für MCC und ICSC)
LCR-Klassifizierung	Nicht LCR-fähig
Solvency II-Klassifizierung	Nicht-präferiert
EZB-Notenbankfähigkeit	Als marktfähige Sicherheiten zugelassen

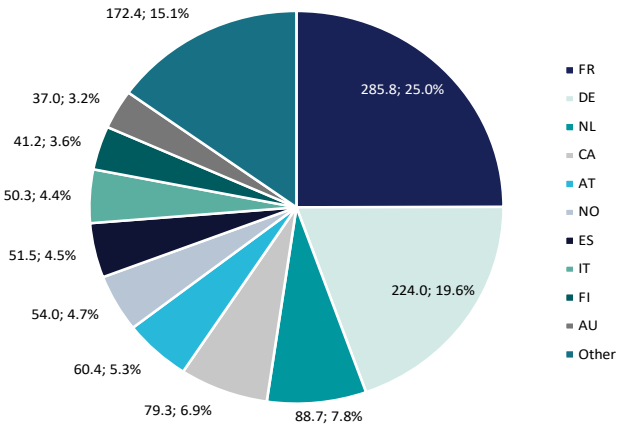
Quelle: NORD/LB Floor Research

Fazit und Ausblick

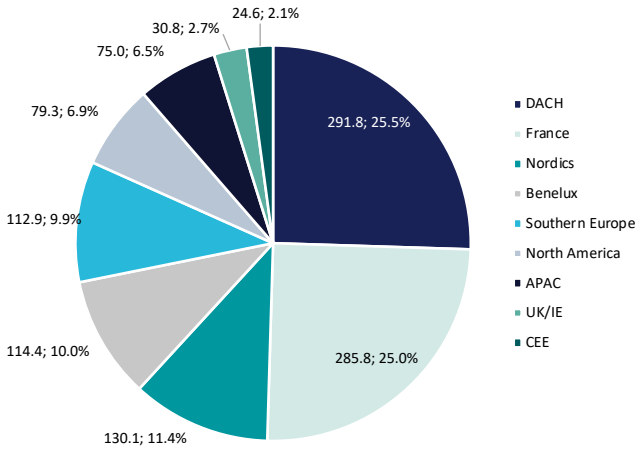
Der Markt für Anleihen italienischer Agencies lässt sich zweifelsohne als „Nische" im europäischen SSA-Segment charakterisieren. Das ausstehende Anleihevolumen beläuft sich derzeit auf rund EUR 29 Mrd. verteilt auf 62 ISINs. Die europäische Gemeinschaftswährung kommt mit einem Volumen i.H.v. etwa EUR 23 Mrd. auf einen Marktanteil von knapp 81%. Im Vergleich zu etablierten öffentlichen Emittenten aus Mittel- und Nordeuropa wie deutschen Förderbanken oder skandinavischen Kommunalfinanzierern liegen aufgrund der geringeren Liquidität, schlechteren Ratings sowie einer nachteiligen regulatorischen Behandlung deutliche Risikoprämien vor, sodass einige Investoren EUR-Titel italienischer Agencies als willkommene Diversifikationsmöglichkeit betrachten dürften. Ein Blick auf die historische Emissionsaktivität und auf die Fälligkeitsstruktur deutet darauf hin, dass der Supply und die Primärmarktaktivitäten auch zukünftig überschaubar bleiben dürften. Wir rechnen daher pro Emittent – mit Ausnahme der aktiven CDP – mit maximal einer Neuemission jährlich.

Charts & Figures
Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



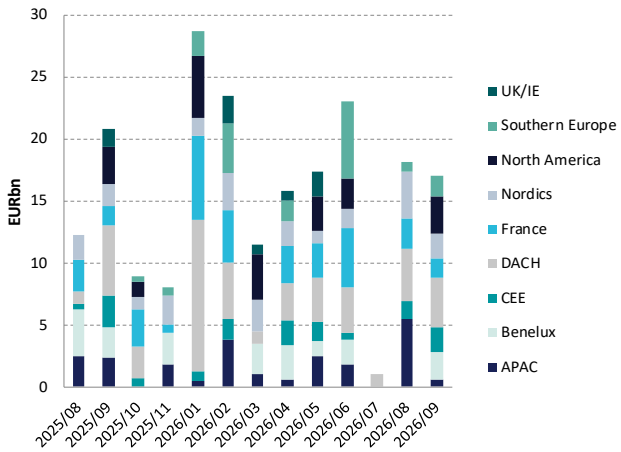
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



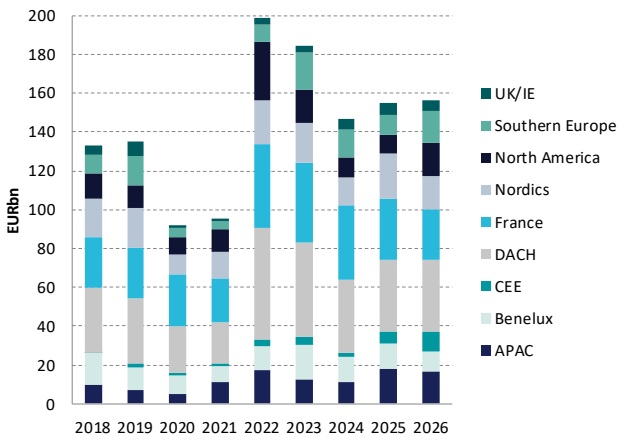
Top 10-Jurisdiktionen

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

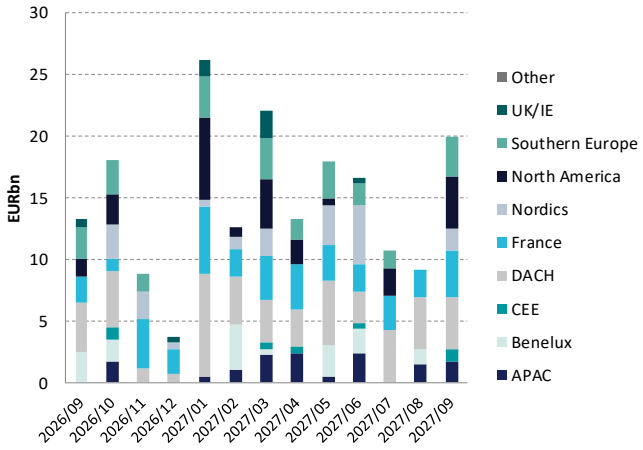


EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr

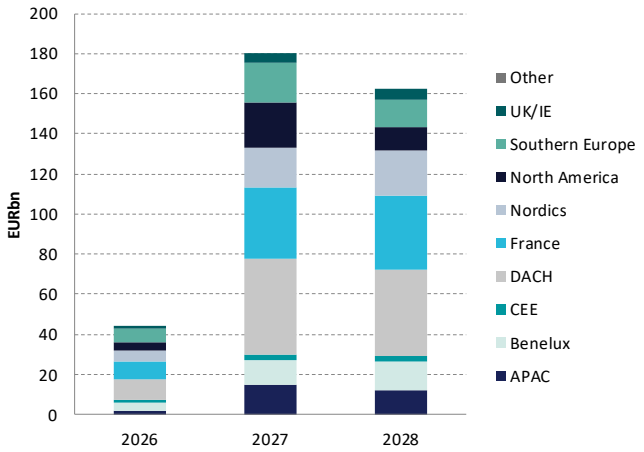


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

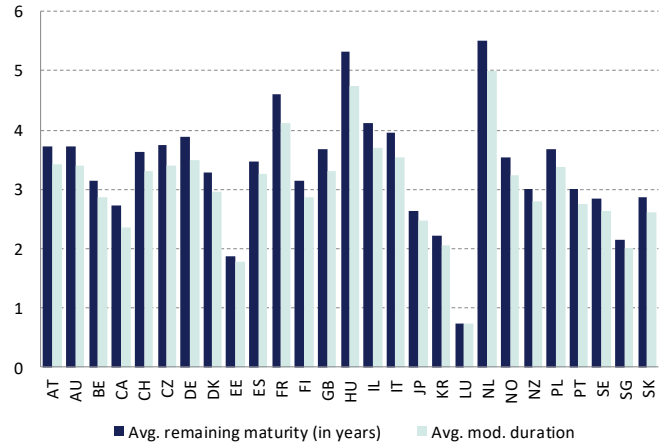
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



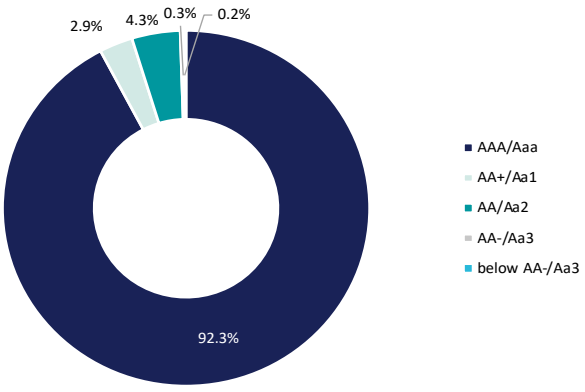
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



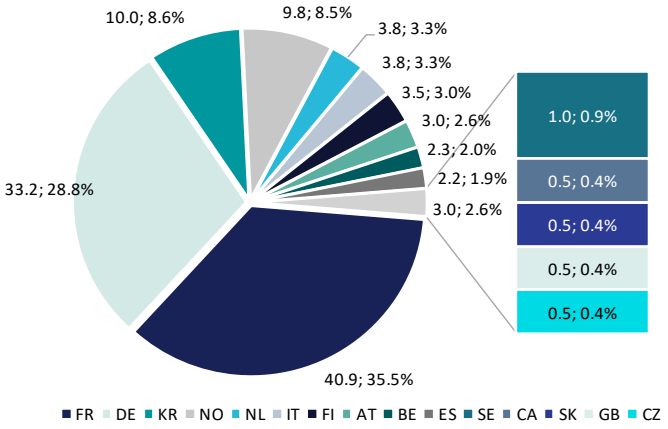
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



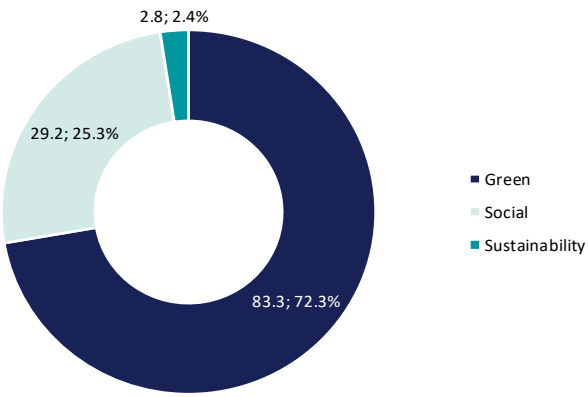
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

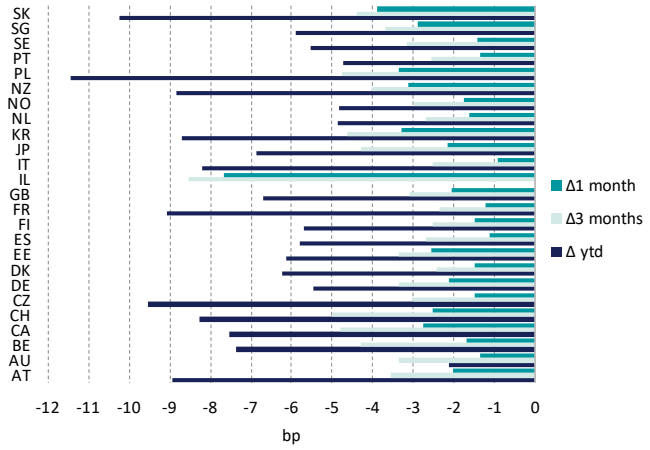


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

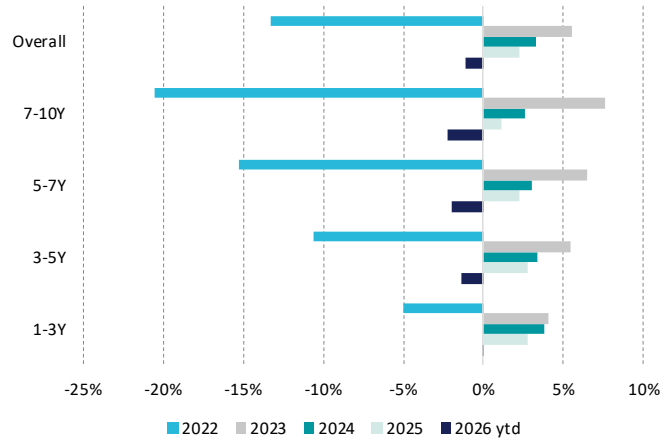


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

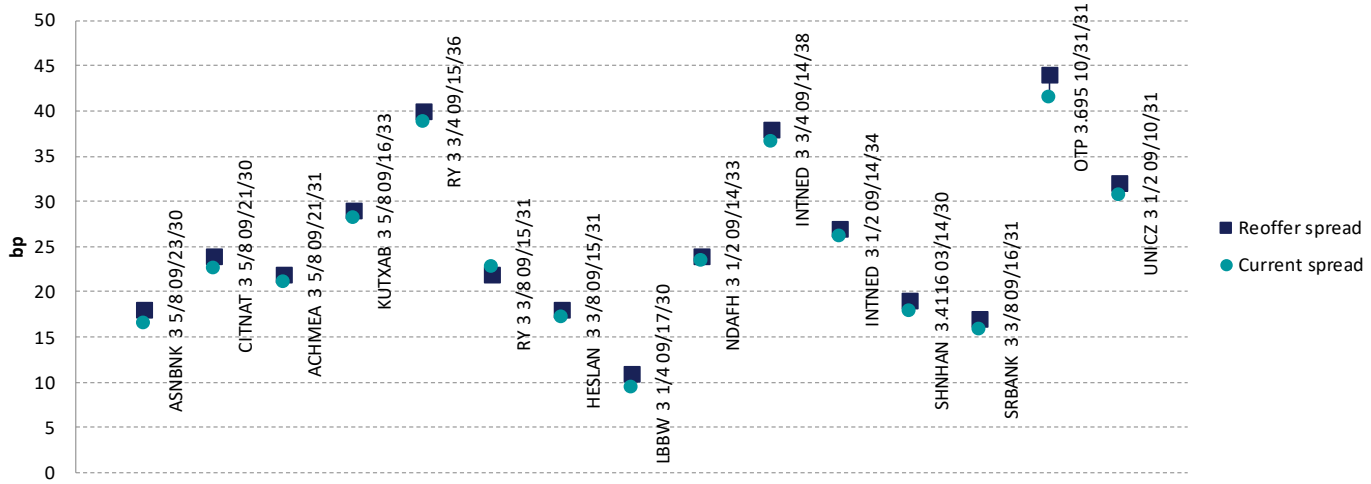
Spreadveränderung nach Land (EUR-Benchmarks)



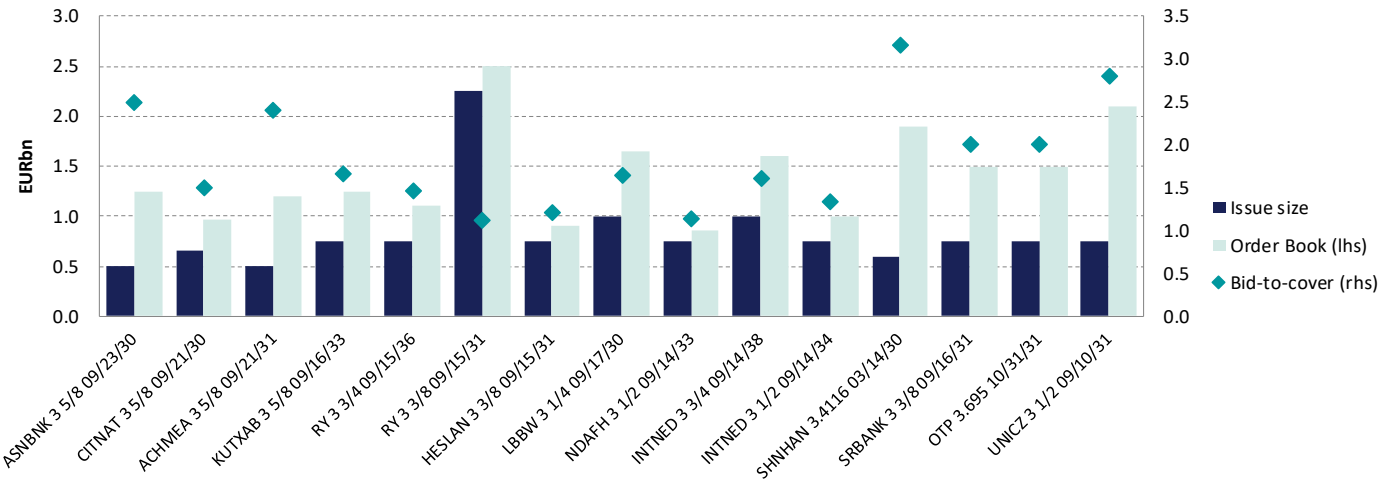
Performance EUR-Benchmarks (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



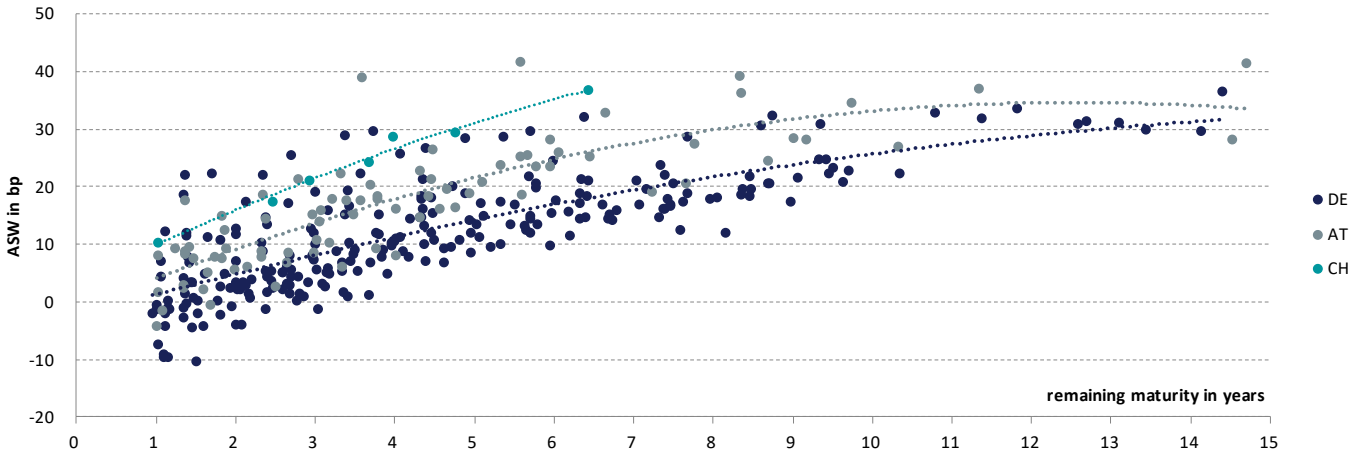
Orderbücher der letzten 15 Emissionen



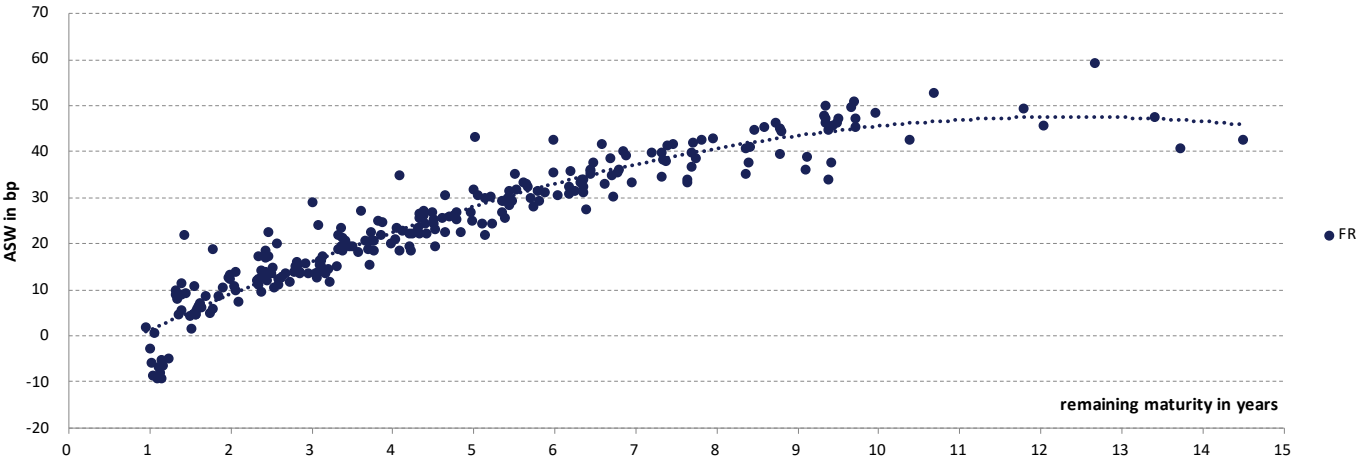
Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Spreadübersicht[1]

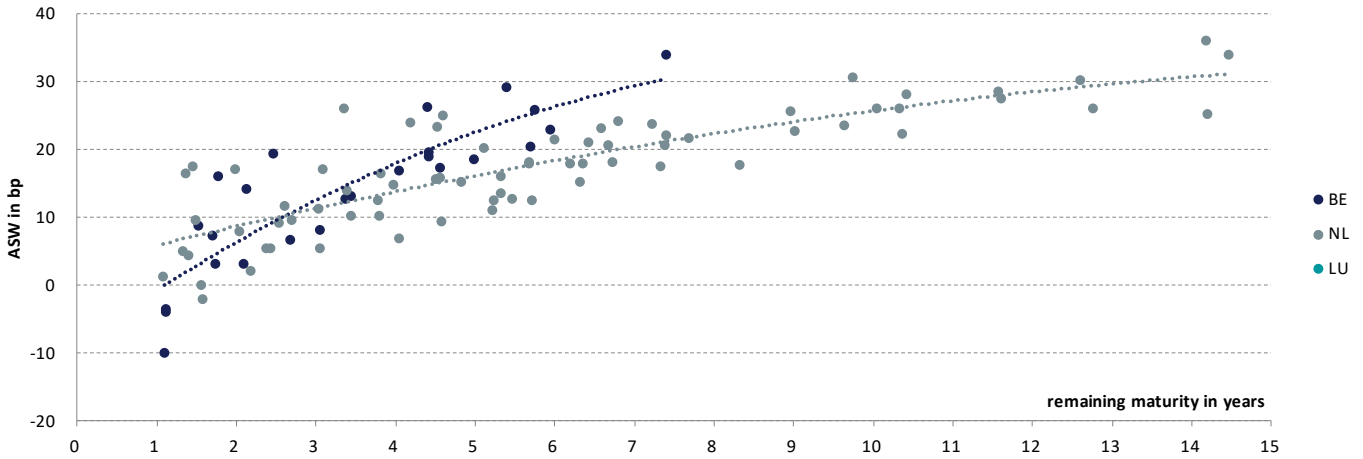
DACH



France

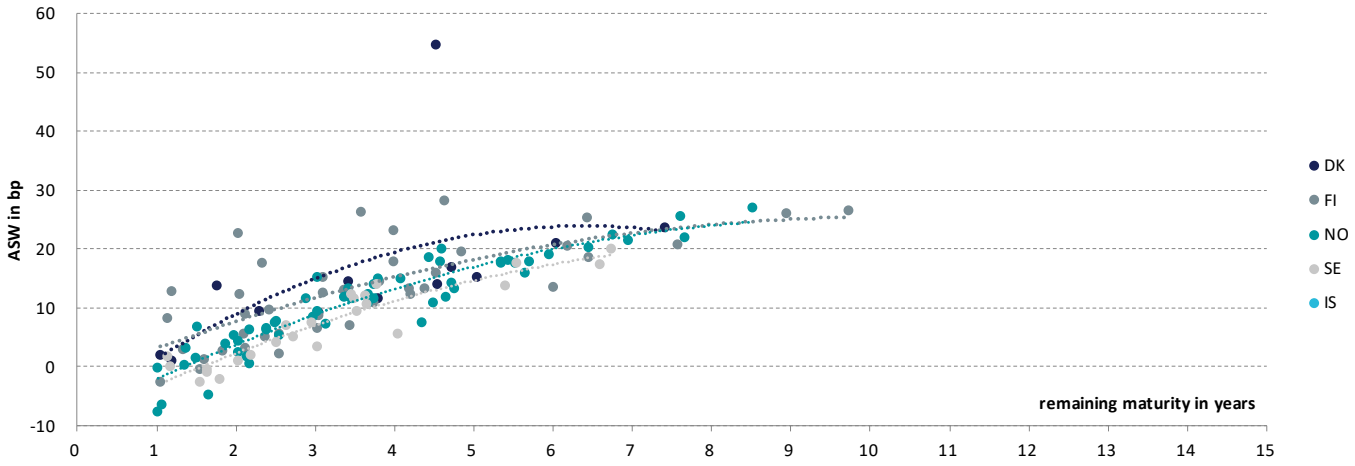


Benelux

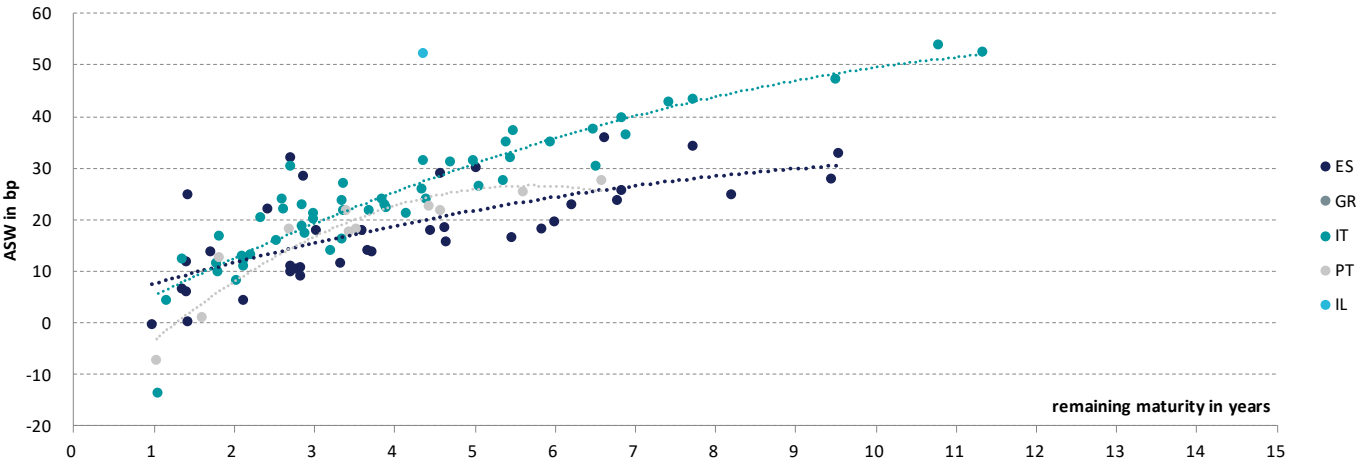


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research [1] Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

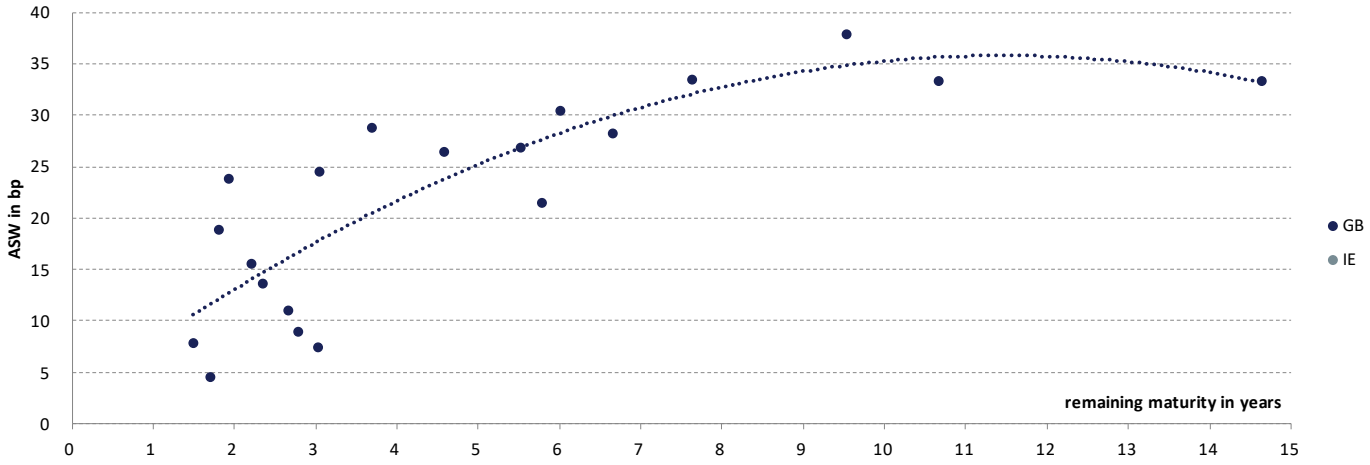
Nordics



Southern Europe

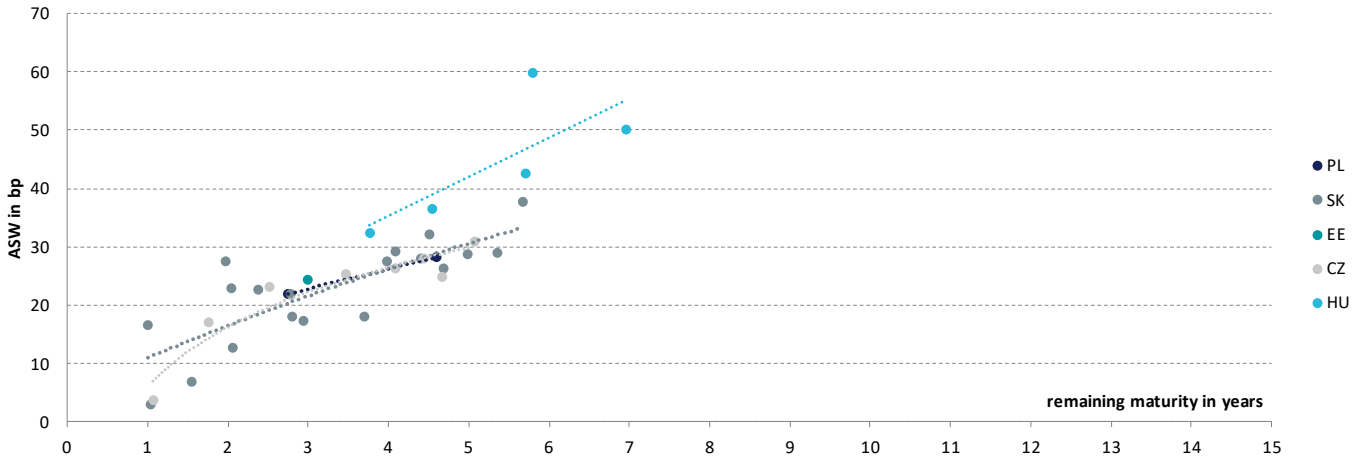


UK/IE

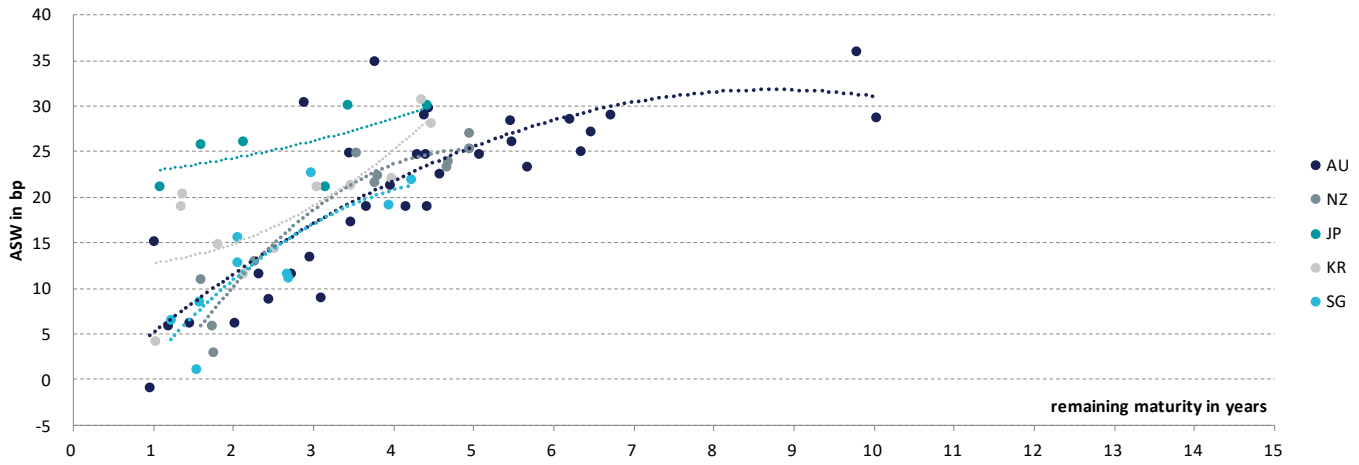


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

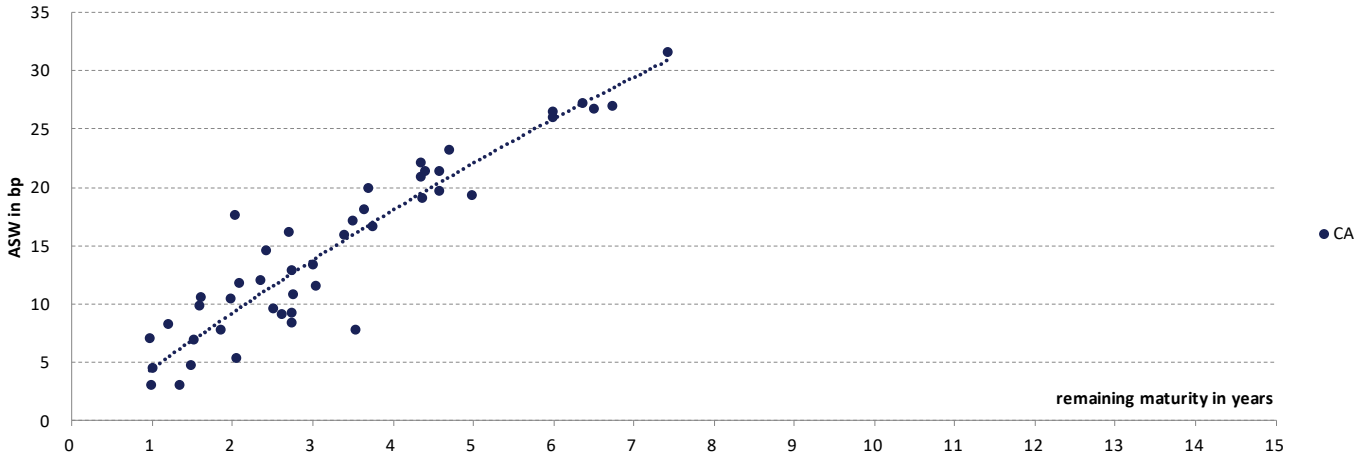
CEE



APAC



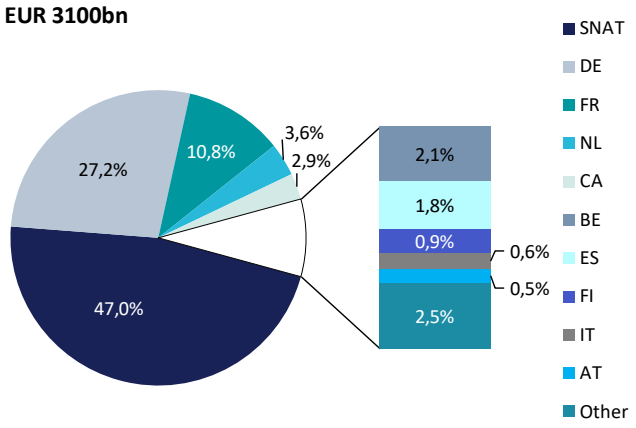
Canada



Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
SSA/Public Issuers

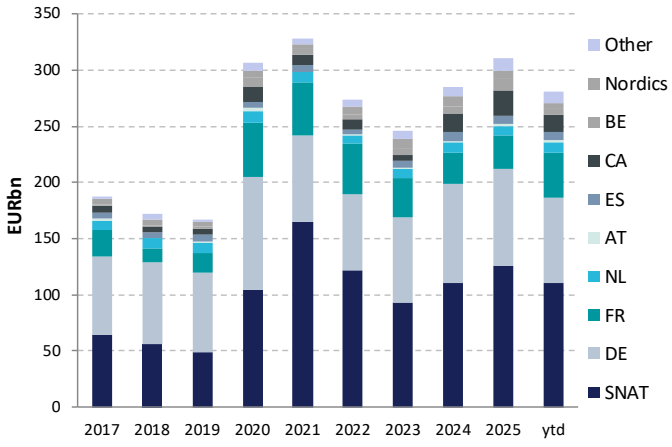
Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen



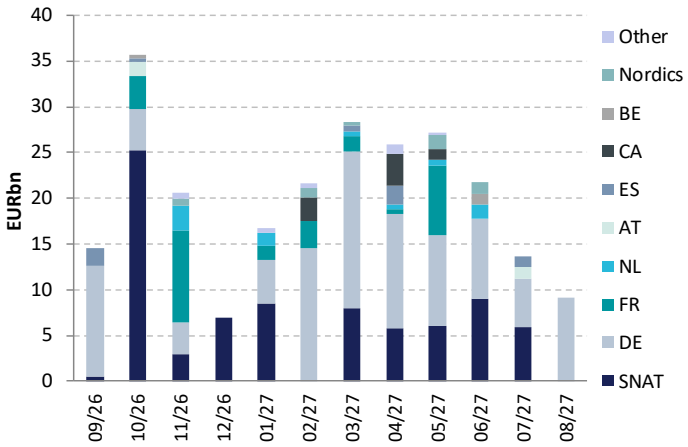
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (EURbn)	No. of bonds	ØVol. (EURbn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.456,7	288	5,1	7,2
DE	844,3	636	1,3	5,5
FR	336,0	220	1,5	4,9
NL	111,7	96	1,2	5,6
CA	88,8	75	1,2	6,0
BE	65,2	58	1,1	8,8
ES	56,2	82	0,7	4,5
FI	27,2	28	1,0	3,4
IT	19,9	27	0,7	4,0
AT	16,5	24	0,7	4,6

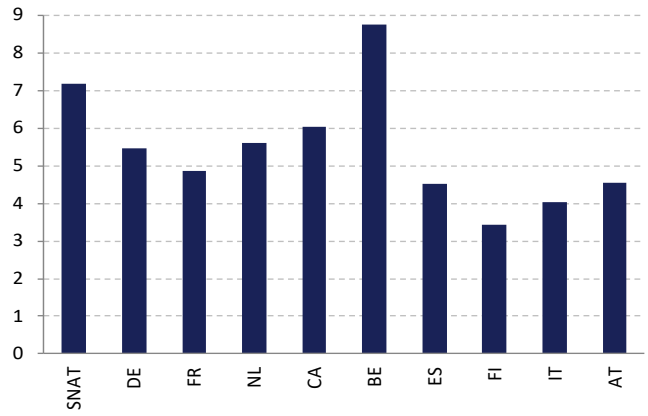
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



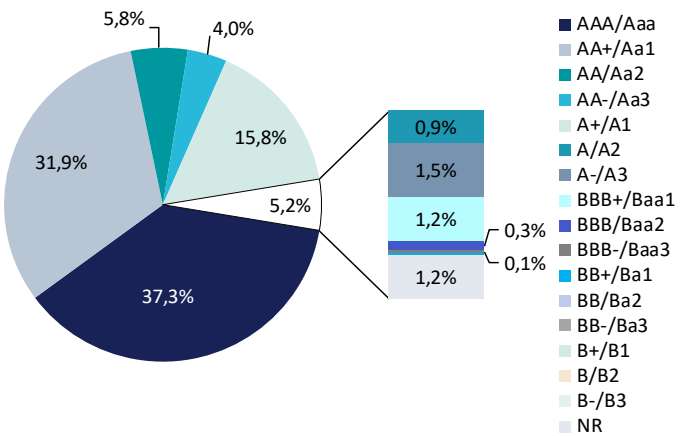
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



Vol. gew. Modified Duration nach Land

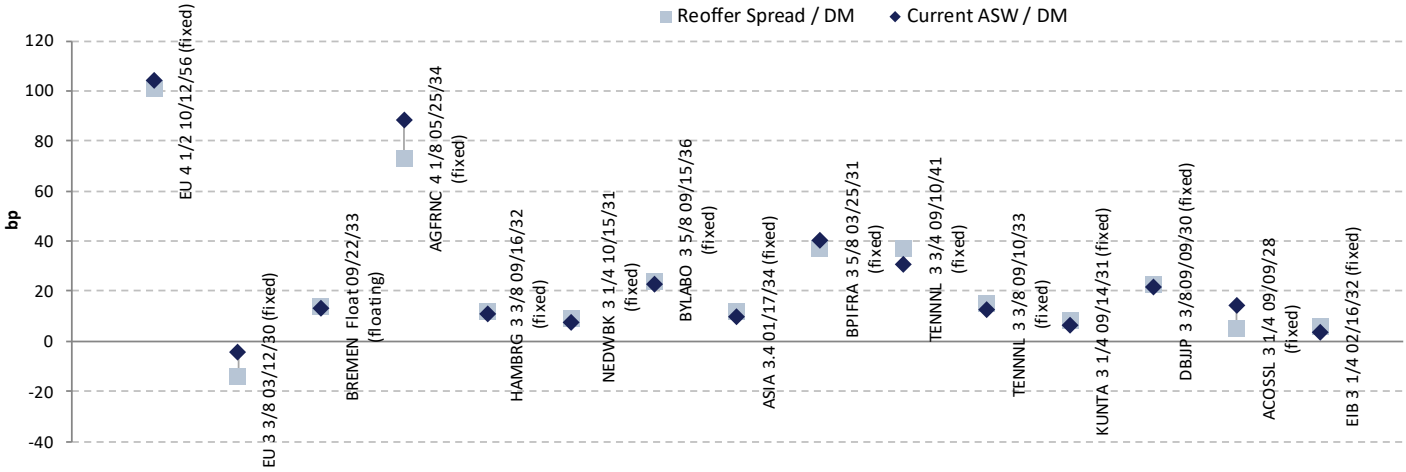


Ratingverteilung (volumengewichtet)

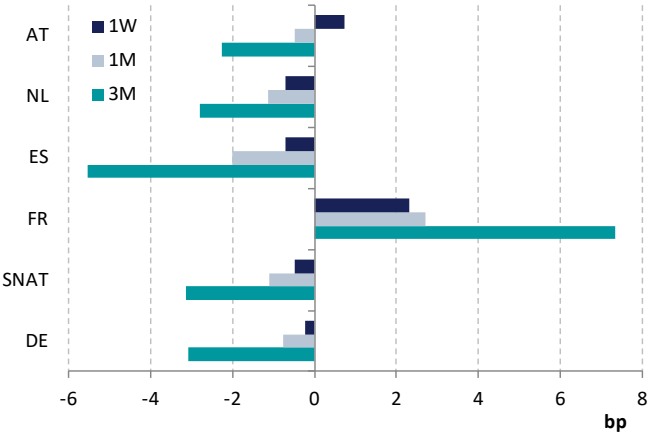


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

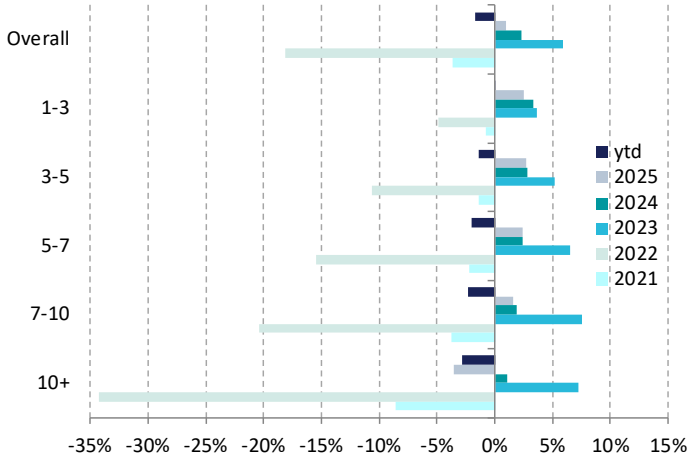
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



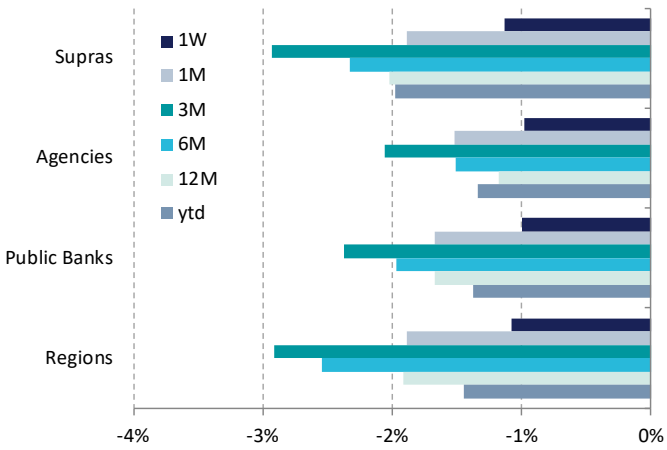
Spreadentwicklung nach Land



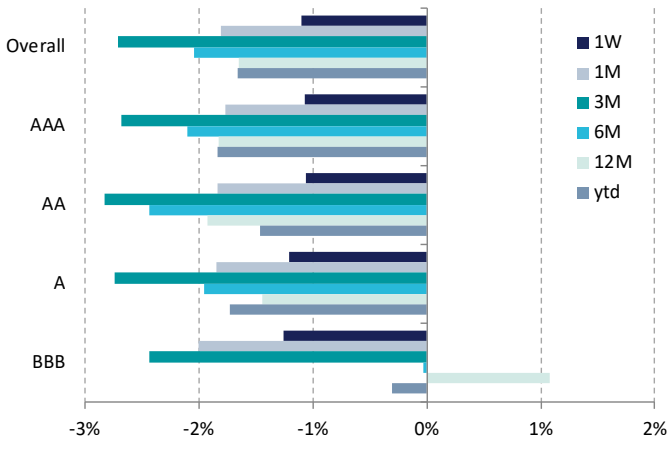
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance auf Indexebene (Total Return)

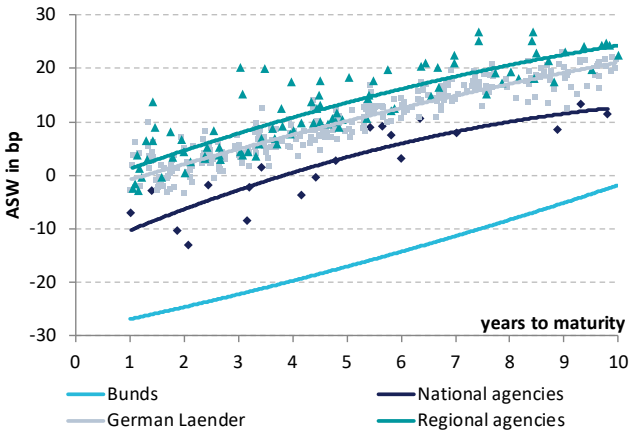


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

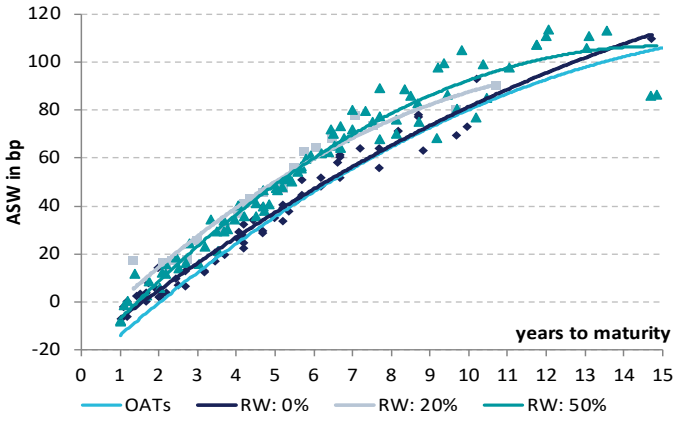


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

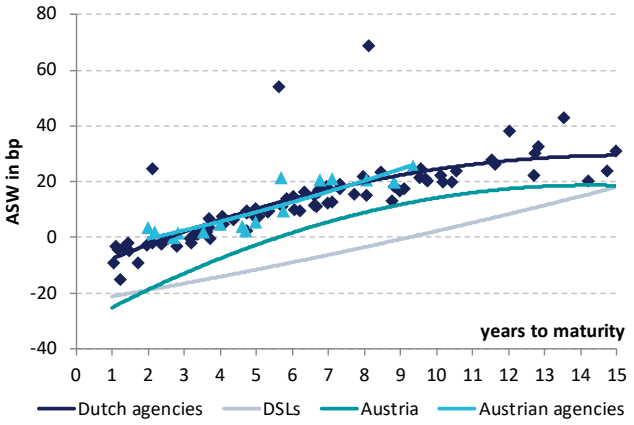
Germany (nach Segmenten)



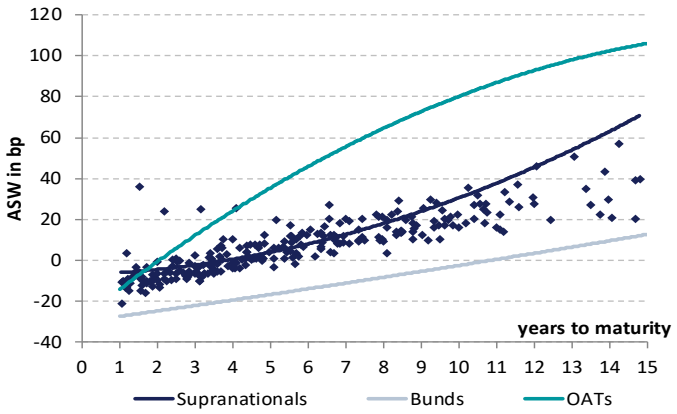
France (nach Risikogewichten)



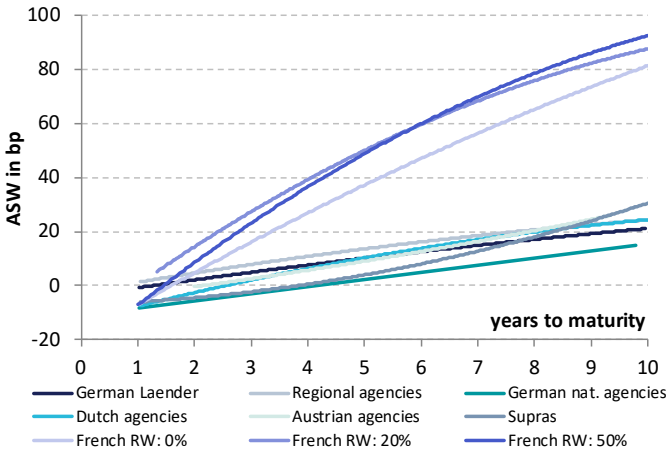
Netherlands & Austria



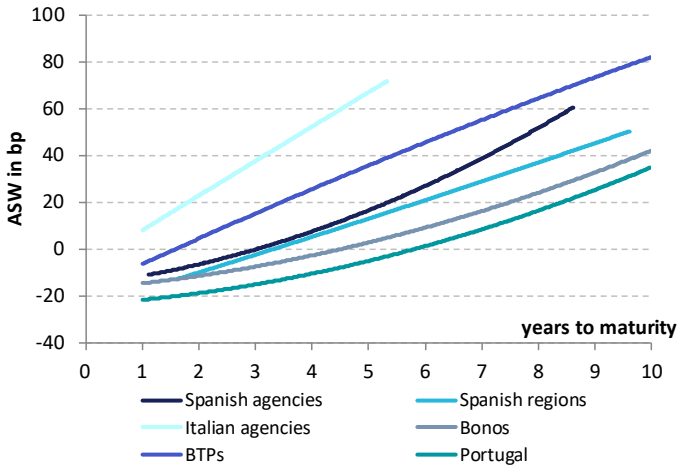
Supranationals



Core



Periphery

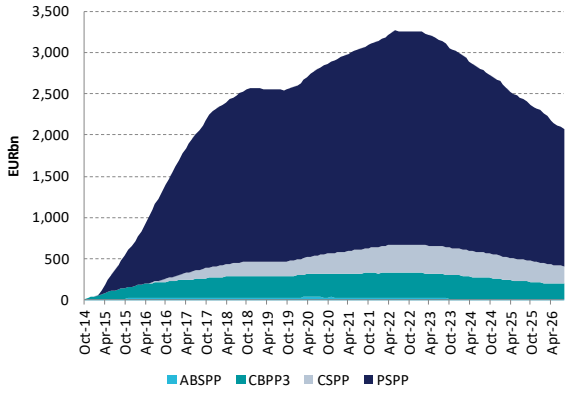


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Floor Research

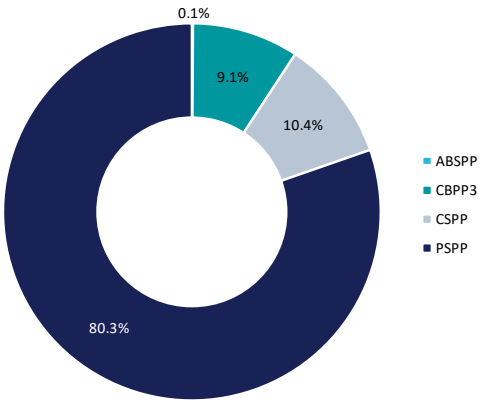
Charts & Figures
EZB-Tracker

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

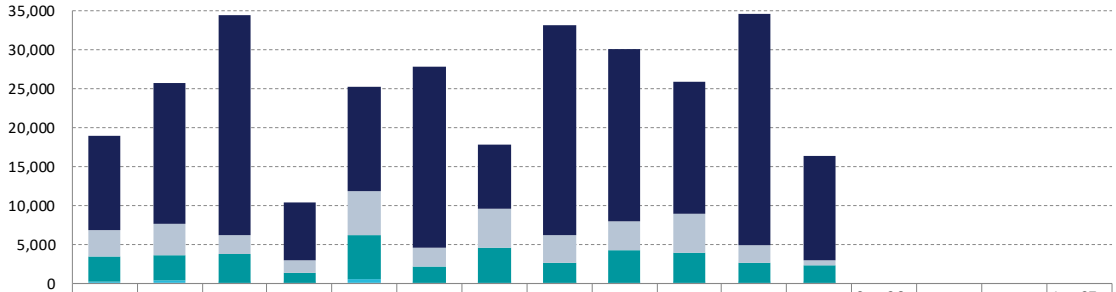
APP: Portfolioentwicklung



APP: Portfoliostruktur

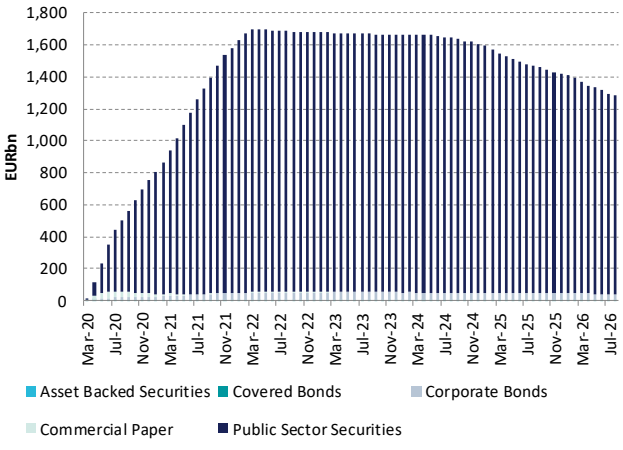


APP: Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)

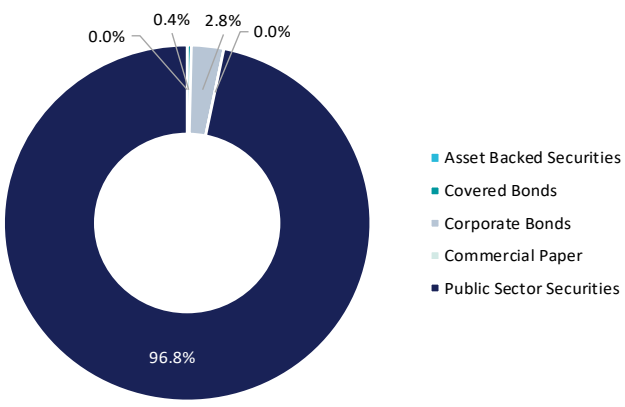


	Sep-26	Oct-26	Nov-26	Dec-26	Jan-27	Feb-27	Mar-27	Apr-27	May-27	Jun-27	Jul-27	Aug-27	Sep-26 - Aug-27	2026	2027	Jan-27 - Aug-27
APP	19,036	25,837	34,540	10,429	25,280	27,868	17,762	33,181	30,087	25,909	34,639	16,343	300,911	327,399	293,162	211,069
PSPP	12,118	18,215	28,397	7,420	13,473	23,270	8,239	27,014	22,109	16,903	29,798	13,389	220,345	252,715	213,446	154,195
CSPP	3,496	4,069	2,398	1,741	5,580	2,432	4,919	3,455	3,716	5,038	2,172	681	39,697	41,212	41,071	27,993
CBPP3	3,281	3,123	3,692	1,216	5,765	2,093	4,493	2,695	4,251	3,938	2,653	2,262	39,462	31,663	37,700	28,150
ABSPP	141	430	53	52	462	73	111	17	11	30	16	11	1,407	1,809	945	731

PEPP: Portfolioentwicklung



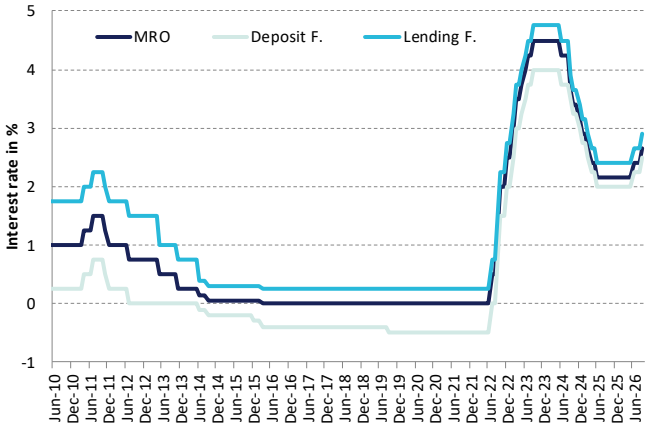
PEPP: Portfoliostruktur



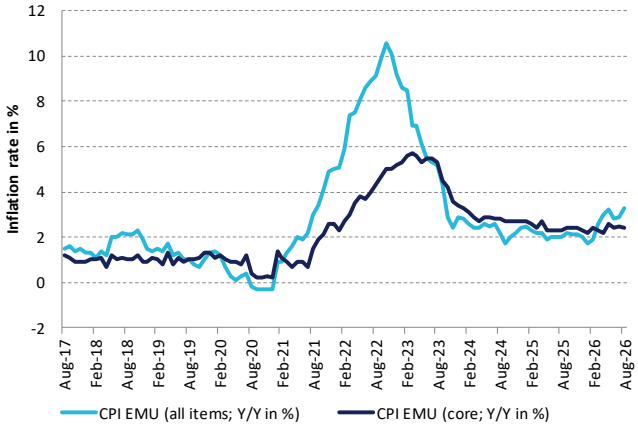
Quelle: EZB, NORD/LB Floor Research

Charts & Figures
Cross Asset

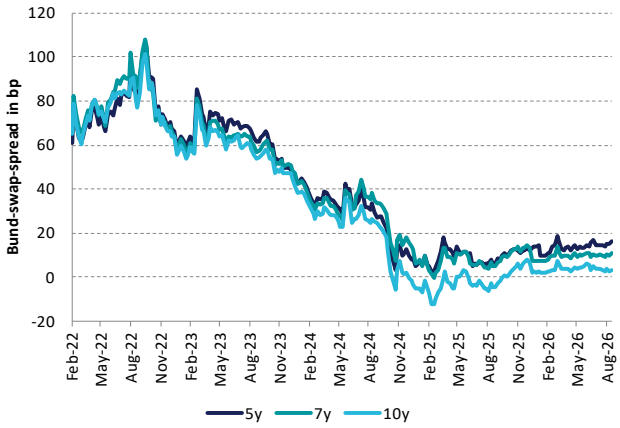
EZB-Leitzinssätze



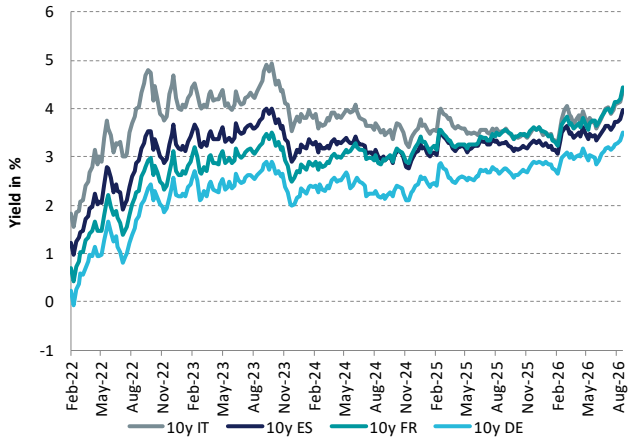
Inflationsentwicklung im Euroraum



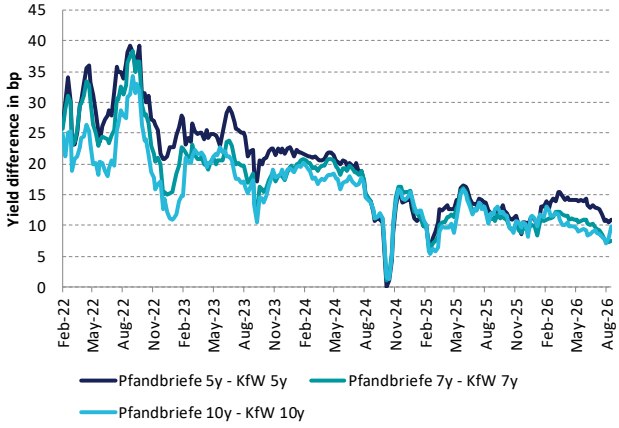
Bund-Swap-Spread



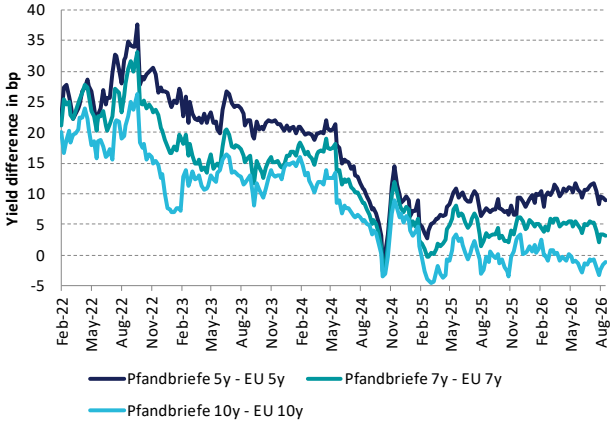
Ausgewählte Renditeentwicklungen (Staatsanleihen)



Pfandbriefe vs. KfW



Pfandbriefe vs. EU



Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Floor Research

Anhang
Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
26/2026 // 09. September	▪ ECBC veröffentlicht Jahresstatistik für 2025 ▪ Die EZB-Repo-Sicherheitenregeln und ihre Implikationen für Supranationals & Agencies
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 – AUCKCN 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

Anhang
Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

- **Issuer Guide – Covered Bonds 2025**
- **Risikogewichte und LCR-Level von Covered Bonds** (halbjährlich aktualisiert)
- **Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026** (Quartalsupdate)
- **Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q2/2026 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

Trading

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

Origination & Syndicate

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

Sales Wholesale Customers

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

Treasury

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

Relationship Management

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

Disclaimer // 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: 16. September 2026 (08:48 Uhr)

Weitergabe am: 16.09.2026 15:34:16