

Die Urlaubszeit beginnt...
Wir pausieren fortan unregelmäßig!

Unsere nächste Wochenpublikation
erscheint am **12. Juli 2023**



Covered Bond & SSA View

NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Inhalt

Marktüberblick	
Covered Bonds	3
SSA/Public Issuers	7
Special zur LCR-Klassifizierung und zum Risikogewicht: Ein (regulatorischer) Blick auf das EUR-Benchmarksegment	11
ESG-Anleihen deutscher Länder – deutliche Weiterentwicklung	14
Charts & Figures	
Covered Bonds	18
SSA/Public Issuers	24
EZB-Tracker	
Asset Purchase Programme (APP)	27
Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)	29
Ausgaben im Überblick	30
Publikationen im Überblick	31
Ansprechpartner in der NORD/LB	32

Flooranalysten:

Covered Bonds/Banks

Dr. Frederik Kunze
frederik.kunze@nordlb.de

Melanie Kiene, CIIA
melanie.kiene@nordlb.de

Stefan Rahaus
stefan.rahaus@nordlb.de

SSA/Public Issuers

Dr. Norman Rudschuck, CIIA
norman.rudschuck@nordlb.de

Marktüberblick

Covered Bonds

Autoren: Dr. Frederik Kunze // Melanie Kiene, CIAA // Stefan Rahaus

Primärmarkt schaltet nach BAUSCH-Rückzug einen Gang zurück

Konnten wir in der letzten Ausgabe noch über neun Transaktionen mit einem Gesamtvolumen in Höhe von EUR 5,75 Mrd. berichten, ebte die Flut an Neuemissionen in der vergangenen Woche deutlich ab. Lediglich drei Emittenten gingen auf ihre Investoren zu und warben insgesamt EUR 2,25 Mrd. bei Anlegern ein. Mit der Intesa Sanpaolo (Ticker: ISPIM) blieben italienische Banken aktiv, die ja bekanntlich aufgrund der verzögerten finalen Umsetzung der Covered Bond-Richtlinie gegenüber anderen Jurisdiktionen Nachholpotenzial aufweisen. Die ISPIM konnte am Montag bei ihrer ersten Covered Bond-Emission seit 2019 EUR 1,25 Mrd. bei einem finalem Spread von ms +50bp für fünf Jahre platzieren und erhöhte damit das Neuemissionsvolumen aus dem Stiefelstaat in diesem Jahr auf insgesamt EUR 6,00 Mrd. aus fünf Transaktionen. Bei Fälligkeiten in 2023 von EUR 7,25 Mrd. erwarten wir für das Gesamtjahr ein Neuemissionsvolumen in Höhe von EUR 9 Mrd. aus Italien. Ebenfalls ihren ersten Marktauftritt seit dem Jahr 2019 hatte gestern die Banco BPI (Ticker: BPIPL). Die zweite Emission aus Portugal in 2023 kam mit einer Guidance von ms +60bp area auf die Schirme und final konnte die Banco BPI ein Volumen von EUR 500 Mio. für fünf Jahre bei ms +58bp von ihren Investoren einsammeln. Bereits am Mittwoch vergangener Woche brachte die Aegon Bank (Ticker: AEGON) eine gedeckte Anleihe im Volumen von EUR 500 Mio. für sieben Jahre bei ms +32bp. Das Gesamtvolumen an Neuemissionen im EUR-Benchmarkformat in 2023 liegt mit EUR 138 Mrd. weiterhin komfortabel über dem zeitanteiligen Level des Rekordjahres 2022. Wir sehen aufgrund des hohen Emissionsaufkommens, dass die Investoren selektiver und Spread sensitiver agieren. Da wir noch einiges an Neuemissionen bis zur Sommerpause erwarten, dürfte auch der Druck auf die Neuemissionsprämien und damit auf die Sekundärmarktpreise anhalten. Sobald sich das Angebot über die Sommermonate verringert, gehen wir von einer Stabilisierung der Spreads aus.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
Banco BPI SA	PT	27.06.	PTBPIDOM0031	5.0y	0.50bn	ms +58bp	- / Aa2 / -	-
Intesa Sanpaolo	IT	26.06.	IT0005554578	5.0y	1.25bn	ms +50bp	- / Aa3 / -	-
Aegon Bank	NL	21.06.	XS2642546399	7.0y	0.50bn	ms +32bp	- / - / AAA	-

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

Sekundärmarkt: Spreads tendieren aufgrund des hohen Angebots vermehrt „wider“

Das hohe Angebot an frischer gedeckter Ware aus den letzten Wochen und Monaten hinterlässt auch am Sekundärmarkt seine Spuren. Die erneute Verflachungstendenz der Renditekurven (2y / 10y Rendite Deutschland notiert aktuell invers unter dem Tief vom März bei -73,5bp) macht es den Akteuren nicht einfacher und führt dazu, dass kurze Laufzeiten bei den Umsätzen wieder vermehrt im Fokus stehen. Neuemissionen, insbesondere Transaktionen, die mit einer geringen Neuemissionsprämie gepreist wurden, erfreuen sich im Nachgang der Emission nicht mehr der Nachfrage, wie sie noch vor einigen Wochen beobachtet werden konnte. Zusätzlich sahen wir vermehrt Tauschoperationen von alten in neue gedeckte Bonds, um von dem höheren Spread zu profitieren. Investoren und Emittenten scheinen sich nach der Sommerpause zu sehnen.

Moody's zu Kanada: Stabile Hypothekenzinsen in Q1/2023 unterstützen Häuserpreise

Vergangenen Freitag veröffentlichte die Ratingagentur Moody's ein „Sector Profile“ zu Covered Bonds aus Kanada. Darin konstatieren die Autoren, dass die Stabilität der Hypothekenzinsen im I. Quartal 2023 zu einer Umkehr des Rückgangs bei Immobilienpreisen beigetragen hat. Steigende Zinsen (die Bank of Canada [BoC] hat die Overnight Lending Rate ab März 2022 von 0,25bp auf zuletzt 4,75% angehoben; Zinsen für fünfjährige Hypothekendarlehen stiegen von 3,45% Ende 2021 auf 5,90% Ende 2022 und bewegten sich im bisherigen Jahresverlauf seitwärts) belasteten die Häuserpreise. Diese fielen von ihren Höchstständen im Mai 2022 bis Februar 2023 innerhalb von neun Monaten um 11%, bevor ab März bis Mai 2023 eine Erholung mit drei monatlichen Preissteigerungen einsetzte. Die Ratingexperten von Moody's sehen einen Zusammenhang zu den zuletzt stabilen Marktzinsen, obwohl aufgrund der überwiegend fünfjährigen Festzinsperioden die Kreditnehmer erst nach und nach von den gestiegenen Hypothekenzinsen betroffen sind. So stieg der durchschnittliche Zinssatz (gemäß „Moody's Canadian Covered Bond Mortgage Tracker“) Ende März 2023 auf 3,74% von 3,63% Ende 2022. Der Verschuldungsgrad der Kreditnehmer – gemessen am durchschnittlichen Beleihungsauslauf (Loan-to-Value; LTV) – bleibt laut Aussage von Moody's konservativ. So stiegen die ursprünglichen Beleihungsquoten im ersten Halbjahr 2022 leicht an, konsolidieren aber seitdem bei 66,0%. Der indexierte LTV (basierend auf Angaben zu den aktuellen Immobilienpreisen) stieg zuletzt noch von 45,6% Ende 2022 auf 47,9% Ende März 2023, bleibt damit jedoch unter dem Niveau von vor der Pandemie und zeigt das weiterhin gesunde Verhältnis von Eigenkapital zu Schulden. Unserer Ansicht nach deuten diese Rahmenbedingungen an, dass Kanada damit etwas weiter durch den Zyklus am Immobilienmarkt zu sein scheint als andere Länder.

Moody's zu Irland: Steigende Hypothekenrückstände belasten eher Altkreditportfolien bei Nichtbanken als Covered Bonds

Die Risikoexperten haben sich jüngst auch zu den Implikationen steigender Rückstände bei Hypothekendarlehen in Irland geäußert. Demnach betreffen steigende Ausfallraten insbesondere verbriefte Altkreditportfolien von Nichtbanken. Diese seien laut der Ratingagentur besonders von den steigenden Zinsen und Lebenshaltungskosten betroffen, da ein größerer Portfolioanteil an Kreditnehmer mit geringer Bonität und entsprechend höherem Risikoaufschlag vergeben wurde. Zusätzlich ist ein hoher Anteil variabel verzinslich. Die in den Pools von Covered Bonds (und erstklassigen RMBS) enthaltenen Kreditengagements weisen hingegen deutlich niedrigere Hypothekenrückstände auf. So stieg der Anteil von Krediten mit Zahlungsverzug bis 90 Tage bei Banken von ca. 1,5% im IV. Quartal 2021 auf 2,0% im I. Quartal 2023, während bei Nichtbanken eine Steigerung von gut 3,0% auf 5,5% im gleichen Zeitraum zu Buche stand. Moody's erwartet, dass die gute Kreditnehmerbonität und das generell günstige Makroumfeld in Irland die Kreditqualität von Covered Bonds auch weiterhin unterstützen. Im EUR-Benchmarksegment ist Irland am aktuellen Rand nur noch mit einem Bond (EUR 750 Mio. der Bank of Ireland) vertreten und war im Jahr 2023 noch nicht am Primärmarkt präsent.

Moody's zu UK: Steigende Zinsen erhöhen Vermögens- und soziale Risiken

Anhaltend hohe Inflationsraten veranlassten die Bank of England vergangene Woche, ihren Leitzins um 50bp auf nun 5,00% anzuheben. Die Renditen der englischen Staatsanleihen (10y) stiegen auf die im Herbst vergangenen Jahres gesehenen Höchststände um 4,5%, wobei die Hypothekenzinsen für Kreditnehmer in UK, deren feste Zinsvereinbarung dieses Jahr ausläuft bzw. die variable Zinsen vereinbart haben, auf neue Mehrjahreshochs gestiegen sind. Moody's erwartet außerdem, dass ca. 25% der Darlehensnehmer in 2023 eine Anschlussfinanzierung vornehmen müssen und sich dabei die Zinsbelastung der entsprechenden Haushalte in vielen Fällen verdreifachen könnte. Zusätzlich zu der Gefahr möglicher Zahlungsausfälle mit entsprechender Verschlechterung der Vermögensqualität in den Deckungsstöcken sehen die Risikoexperten von Moody's das Drohpotenzial von Reputationsrisiken für britische Emittenten, wenn sie ihren Kunden nicht mit unterstützenden Maßnahmen entgegenkommen (z.B. Tilgungsherab- bzw. -aussetzung). Niedrige Beleihungswerte und bereits getroffene Vorsorge unterstützen hingegen die Qualität der Cover Pools. Die Höhe der Kreditausfälle – und damit die Verluste von britischen Banken – werden laut Aussage von Moody's im Wesentlichen von der Entwicklung am Arbeitsmarkt und der weiteren Immobilienpreisentwicklung abhängen. In beiden Fällen sieht die Ratingagentur die Kreditinstitute auf der britischen Insel relativ gut abgeschirmt. Sie erwartet zudem lediglich einen moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit von einem 70-Jahrestief bei 3,8% im März 2023 auf 4,5% bzw. 5,0% in den beiden Folgejahren. Weitere Rückgänge bei den Immobilienpreisen sollten durch vergleichsweise niedrige Beleihungswerte abgesichert sein, mehr als zwei Drittel der Immobilienkredite weisen eine LTV-Quote von unter 75% auf.

Fitch sieht hohe Puffer bei Übersicherungsquoten bei den von der Agentur vergebenen Ratings für sechs Pfandbriefprogramme deutscher Sparkassen

Die Risikoexperten von Fitch vergeben Ratings für Hypothekendarlehenprogramme von insgesamt sechs deutschen Sparkassen. So verfügen die Programme der Sparkasse Bremen, der Sparkasse Westmünsterland, der Sparkasse Krefeld und der Stadtparkasse München über eine „AA+“-Einstufungen der Agentur. Die Bestnote „AAA“ erhielten die EUR-Subbenchmarkemittentin Sparkasse Hannover sowie die Sparkasse Pforzheim Calw, die nunmehr auch zum Kreis der im EUR-Benchmarksegment aktiven Häuser zählt. Im aktuellen „Peer Review“ zu den sechs Sparkassen resümiert Fitch unter anderem, dass die hohen Übersicherungsquoten deutlich über den so genannten Break-Even OC's liegen, was letztlich anzeigt, dass die Ratings der Hypothekendarlehenprogramme signifikant gegen negative Entwicklungen auf Seiten der Deckungswerte abgesichert seien. Für die Sparkasse Hannover sowie die Sparkasse Pforzheim Calw führt Fitch außerdem an, dass die Hypothekendarlehenprogramme jeweils sechs ungenutzte „Notches“ verfügen, welche als Puffer gegen Ratingabstufungen beim LT Issuer Default Rating – also des maßgeblichen Emittentenratings – dienen können. Allen sechs Programmen weist die Agentur außerdem einen stabilen Ausblick beim Rating zu.

Fitch veröffentlicht Update zu APAC Covered Bonds für I. Quartal 2023

Die Risikoexperten von Fitch veröffentlichen quartalsweise ein Update zu den Covered Bonds aus der Region APAC. Zu den wesentlichen Faktoren für die Region zählen die Zinserhöhungen in Australien und Neuseeland auf 4,1% (AU) bzw. 5,5% (NZ). Fitch rechnet aufgrund dessen mit zunehmenden Zahlungsrückständen in 2023, da die Haushalte in diesen Ländern eine hohe Verschuldung im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen aufweisen. Der Druck auf die Lebenshaltungskosten bedingt durch die Inflation und oftmals variabel verzinsliche Hypotheken hat zugenommen. Nichtsdestotrotz rechnet die Agentur nur mit begrenzten Verschlechterungen der Cover Pool-Qualität in Neuseeland und Australien, da Kredite mit einem Rückstand von mehr als 90 Tagen von den Emittenten ausgetauscht werden. Alle fünf von Fitch gerateten neuseeländischen Covered Bond-Programme (ANZ NZ, ASB, BNZ, KWB, WNZL) verfügen über ein stabiles „AAA“-Rating. Zuletzt hat gegenüber dem Vorjahr auch der Anteil an fixen Hypotheken zugenommen. Der gleiche Trend war in den Pools der australischen Programme (ANZ, BEN, BOQ, CBA, IBAL, MBL, NAB, SML, WBC) in den Jahren 2021 und 2022 auszumachen, dieser nimmt jedoch nunmehr wieder ab. Fitch rechnet mit einem erhöhten Emissionsaufkommen an Covered Bonds aus Australien in 2023, da die Banken das Zentralbank-Funding aus Pandemiezeiten (2020 bis 2021) ersetzen müssen. Aus Singapur bewertet Fitch nur DBS und OCBC, deren Programme die Agentur ebenfalls mit einem stabilen „AAA“-Rating auszeichnet. Wir rechnen noch bis Jahresende mit Neuemissionen aus Australien im Volumen von EUR 2,0 Mrd., aus Neuseeland mit EUR 2,5 Mrd. und aus Singapur mit EUR 3,0 Mrd. Den Jurisdiktionen [Singapur](#), [Australien und Neuseeland](#) haben wir uns auch Fokusartikeln ausführlicher gewidmet.

Fitch aktualisiert Erwartung für globale Immobilienpreisentwicklung

Nachdem sich die Immobilienpreise im ersten Halbjahr 2023 aufgrund weiter gestiegener Hypothekenraten in etwa analog der Voraussage der Ratingagentur nach unten entwickelt haben, hat diese ihre Prognose für den weiteren Jahresverlauf bei vier Ländern angehoben (Australien, Kanada, Japan und Kolumbien). Allgemein unterstützt weiterhin eine hohe Nachfrage nach Immobilien, die einem begrenzten Angebot gegenübersteht. Die meisten Länder sollten ihren Tiefpunkt im zweiten Halbjahr 2023 durchschreiten, außer Frankreich und UK aufgrund anhaltend hoher Zinsen, so die Ratingexperten (siehe auch oben Moody's zu UK). Ausschließlich für Spanien wurde die Erwartung der Preisentwicklung am Immobilienmarkt nach unten angepasst. Auch wir waren und sind weiterhin der Meinung, dass die Immobilienpreise in den von uns betrachteten Jurisdiktionen des EUR-Benchmarksegments nicht in einen freien Fall übergehen sollten und hatten unter anderem den robusten Arbeitsmarkt als ein Argument angeführt. Damit bleiben wir auch bei unserer Meinung, dass die Qualität und die Werthaltigkeit der Vermögensgegenstände in den Cover Pools von gedeckten Anleihen im Allgemeinen nicht gefährdet sein sollte.

SSA/Public Issuers

Marktüberblick

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // mit Unterstützung von Christian Ilchmann

Ukraine: EU-Kommission schlägt Einrichtung einer speziellen Fazilität vor

Auszug aus der Pressemitteilung: „Die Europäische Kommission schlägt die Einrichtung eines speziellen Finanzierungsinstruments vor, das der Ukraine für den Zeitraum 2024-2027 eine kohärente, berechenbare und flexible Unterstützung bietet, die an die besonderen Herausforderungen bei der Unterstützung eines Landes im Kriegszustand angepasst ist.“ EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen erklärte dazu: „Die Ukraine kämpft mit großem Mut gegen die russische Invasion und braucht unsere beständige finanzielle Unterstützung, um die enormen Kosten zu stemmen, die damit verbunden sind. Die EU hat versprochen, der Ukraine so lange wie nötig zur Seite zu stehen, und wir stehen zu unserem Wort. Der Vorschlag umfasst bis zu EUR 50 Mrd. für den Zeitraum 2024 bis 2027, um der Ukraine zu helfen, der Aggression zu widerstehen.“ Die neue Fazilität werde den Übergang zu einer grünen, digitalen und inklusiven Wirtschaft fördern, die schrittweise an die EU-Vorschriften und -Standards angeglichen wird. Die Fazilität gliedert sich in drei Säulen: Säule I – Finanzielle Unterstützung des Staates in Form von Finanzhilfen und Darlehen. Dadurch werde eine stabile und berechenbare Finanzierung gewährleistet, die Tragfähigkeit der Finanzen der Ukraine unterstützt und gleichzeitig ein solider Rahmen für den Schutz des EU-Haushalts geschaffen. Ein besonderer Schwerpunkt werde auf der Reform der öffentlichen Verwaltung, der verantwortungsvollen Staatsführung, der Rechtsstaatlichkeit, der Korruptionsbekämpfung und der Wirtschaftlichkeit der Haushaltsführung liegen, die die Ukraine ohnehin im Rahmen ihres EU-Beitrittsprozesses durchzuführen beabsichtige. Säule II – Ein spezifischer Investitionsrahmen für die Ukraine, mit dem öffentliche und private Investitionen für die Erholung und den Wiederaufbau der Ukraine angestoßen und mobilisiert werden sollen, um die Umsetzung des Plans zu unterstützen. Damit würden die bestehenden Instrumente zur Unterstützung der Ukraine, wie Mischfinanzierungen und Garantien, ergänzt, wobei die Möglichkeit bestehe, die Mittel aufzustocken, sobald die Bedingungen dies zulassen. Säule III – Technische Hilfe und andere Unterstützungsmaßnahmen, einschließlich Mobilisierung von Fachwissen über Reformen, Unterstützung von Gemeinden und der Zivilgesellschaft sowie andere Formen der bilateralen Unterstützung, die normalerweise für Heranführungsländer im Rahmen des Instruments für Heranführungshilfe (IPA) zur Verfügung stehen, sowie zur Unterstützung der Ziele des Ukraine-Plans. Zinszuschüsse für Darlehenskosten werden ebenfalls im Rahmen dieser Säule abgedeckt. Finanzhilfen werden im Rahmen eines neuen besonderen Instruments mobilisiert, das im Rahmen der Halbzeitüberprüfung des mehrjährigen Finanzrahmens (MFR) vorgeschlagen wird. Die Darlehen werden ähnlich wie bei der derzeitigen Finanzierung im Rahmen der Makrofinanzhilfe „Plus“ (MFA+) im Rahmen des verfügbaren Spielraums garantiert. Die Fazilität eröffne laut Kommission auch die Möglichkeit, Beiträge anderer Geber sowie Einnahmen aus eingefrorenen und unmobilisierten russischen Vermögenswerten als Beitrag zur Erholung und zum Wiederaufbau der Ukraine zu verwenden. Derzeit werde an der möglichen Nutzung russischer Vermögenswerte für die Erholung und den Wiederaufbau der Ukraine gearbeitet. Die Fazilität und ihre Umsetzung würden mit einem soliden Rahmen für Transparenz, Rechnungsprüfung und Kontrolle ausgestattet, um den Schutz der finanziellen Interessen der EU zu gewährleisten.

EIB: URC 2023 in London und neuerlich EUR 840 Mio. für Wiederaufbau der Ukraine

Am 21. und 22. Juni 2023 richtete Großbritannien gemeinsam mit der Ukraine die internationale Konferenz zum Wiederaufbau der Ukraine (URC 2023) in London aus. Zum Auftakt haben die Europäische Investitionsbank (Ticker: EIB) und das ukrainische Wiederaufbauministerium eine Absichtserklärung in Bezug auf kritische Infrastruktur unterzeichnet: Diese sieht die Bereitstellung von EUR 840 Mio. im Jahr 2023 vor, die insbesondere zur Sanierung bzw. Wiedererrichtung der kommunalen Infrastruktur (vorrangig Schulen und Krankenhäuser), öffentlicher Gebäude (unter Berücksichtigung von Energieeffizienzaspekten), der Wasser- und Abwasserinfrastruktur sowie der Verkehrsnetze und des öffentlichen Nahverkehrs verwendet werden sollen. Die EIB wird darüber hinaus die digitale Transformation sowie die Stärkung der Cybersicherheit finanziell unterstützen. Am 13. Juni hatten EIB und Europäische Kommission zuvor bereits eine Garantievereinbarung über Darlehen in Höhe von EUR 100 Mio. vereinbart, mit denen Übertragungsleitungen zur Sicherstellung der Stromversorgung instandgesetzt bzw. wiederhergestellt werden sollen. Seit Beginn des Russland-Ukraine-Krieges im März 2022 hat die EIB Soforthilfen in Höhe von EUR 2,4 Mrd. zur Verfügung gestellt, EUR 1,7 Mrd. sind davon bereits ausgezahlt. Die EIB ist auch unter anderem Gegenstand unseres [NORD/LB Issuer Guide 2023 – Europäische Supranationals](#).

Neuerliche (soziale) Zusammenarbeit auch zwischen EIB und BNG

Nach der ersten erfolgreichen Zusammenarbeit zwischen EIB und Bank Nederlandse Gemeenten (Ticker: BNG) im Jahr 2016 wurde jetzt eine neue Kooperationsvereinbarung unterzeichnet. Die EIB stellt der BNG EUR 300 Mio. zur Verfügung, welche sich im Gegenzug dazu verpflichtet, diesen Betrag zu „günstigen Konditionen“ an öffentliche Einrichtungen, vornehmlich des Gesundheits- und Bildungswesens, weiterzuleiten. Die EIB finanziert in der Regel nur bis zu 50% der Gesamtkosten eines Projekts, sodass zusammen mit der BNG Darlehen im Gesamtwert von EUR 600 Mio. vergeben werden können. Die Kooperationsvereinbarung geht auf eine Absichtserklärung zwischen beiden Finanzinstituten zurück, die einen Wissens- und Erfahrungsaustausch vorsieht, mit dem Ziel, öffentliche Investitionen in den Niederlanden zu fördern.

OeKB: Höhere Deckungsquoten für Exportgarantien

Die Österreichische Kontrollbank (Ticker: OKB) hat in Zusammenarbeit mit dem Österreichischen Bundesministerium für Finanzen ein Maßnahmenpaket zur Verbesserung der Exportgarantien erarbeitet und am 24. Juni vorgestellt. So sollen unter anderem höhere Deckungsquoten die Wettbewerbsfähigkeit der österreichischen Exportwirtschaft stärken. Exportgarantien sind dafür geeignet, Unternehmen im Auslandsgeschäft gegenüber finanziellen Schäden abzusichern, wenn deren Abnehmern aus wirtschaftlichen oder politischen Gründen Zahlungsunfähigkeit droht. Im Zuge der aktuellen Novellierung erfolgt eine Anhebung der Deckungsquoten, sodass politisches Risiko nun generell zu 100% übernommen wird und der bisherige Selbstbehalt auch für Länder mit höherem Risiko entfällt. Wirtschaftliches Risiko kann hingegen bei bankmäßig besicherten Geschäften und hinreichender Bonität der Abnehmer nunmehr bis zu 98% übernommen werden. Zur Vergrößerung des potenziellen Nutzerkreises des Garantieverfahrens wurden zudem die zu beachtenden Wertschöpfungsregeln flexibilisiert: Die pauschalierte Betrachtung eines Unternehmens wird künftig bis zu einem Höchstbetrag von EUR 20 Mio. möglich. Zudem wird die Anrechnung von Vorleistungen aus dem Ausland auf die österreichische Wertschöpfung angepasst: Von Tochtergesellschaften österreichischer Exportunternehmen können zukünftig bis zu 70% angerechnet werden. Lieferungen und Leistungen aus dem EU-Binnenmarkt sind bis zu 20% anrechenbar. Zu erwarten ist, dass diese Maßnahmen insbesondere Exporte in die Ukraine fördern und zu einem beschleunigten Wiederaufbau beitragen.

MuniFin: Langfristiges Refinanzierungsprogramm um EUR 1 Mrd. erhöht

Die Municipality Finance (Ticker: KUNTA) stellte am 19. Juni ihr überarbeitetes langfristiges Refinanzierungsprogramm vor. Entgegen der ursprünglich kommunizierten Spanne von EUR 8-9 Mrd. plant MuniFin bis Ende 2023 nun EUR 1 Mrd. mehr zu emittieren, folglich nunmehr EUR 9-10 Mrd. Antti Kontio, Leiter Funding and Sustainability, äußerte sich diesbezüglich wie folgt: „Der erhöhte Mittelbedarf ist hauptsächlich auf eine Kombination aus erwarteten größeren Kundenfinanzierungsvolumina und Tilgungen von langfristigen Finanzierungen zurückzuführen. Wir haben bisher rund EUR 7,0 Mrd. emittiert und sind damit für die zweite Jahreshälfte gut aufgestellt“. Weiterführende Details zur MuniFin finden sich auch in unserem [NORD/LB Issuer Guide 2022 – Skandinavische Agencies](#).

KfW-ifo-Fachkräftebarometer: Fachkräftemangel hemmt deutsche Wirtschaft

Am 26. Juni hat die KfW die Ergebnisse des Fachkräftebarometers für das erste Halbjahr 2023 vorgestellt. So meldeten im April 2023 42,2% der Unternehmen in Deutschland eine Behinderung ihrer Geschäftstätigkeit durch fehlendes Fachpersonal. Zwar entspricht dies einem Rückgang um 3,5 Prozentpunkte gegenüber dem Höchststand von 45,7% im Herbst 2022, das Niveau des Fachkräftemangels bleibt jedoch weiterhin hoch. KfW-Chefvolkswirtin Fritzi Köhler-Geib dazu: „Auch wenn sich der Anteil der Unternehmen, die ihre Geschäftstätigkeit durch Fachkräftemangel behindert sehen, durch die Konjunkturabschwächung verringert hat, bleibt es dabei: Die Fachkräfteknappheit hemmt absolut und im historischen Vergleich immer noch einen großen Teil der Wirtschaft in Deutschland.“ Besonders große Fachkräfteknappheit herrscht in der Dienstleistungsbranche (47,4%), im Verarbeitenden Gewerbe (35,1%) ist diese dagegen deutlich weniger ausgeprägt. Zudem waren große Unternehmen (44,0%) häufiger betroffen als kleine und mittlere Unternehmen (41,3%). Auch in der regionalen Betrachtung werden erhebliche Unterschiede deutlich: Vor allem die neuen Bundesländer (47,8%) sind vom Fachkräftemangel betroffen; in Hessen, Rheinland-Pfalz und im Saarland ist die Lage dagegen etwas weniger angespannt. Als Hauptursache für regionale Disparitäten verweist die KfW auf den demografischen Wandel: Besonders die östlichen Bundesländer sind stark von Schrumpfung und Alterung betroffen. Sollte sich die Konjunktur allmählich – wie prognostiziert – im weiteren Jahresverlauf vom Preisschock erholen, so betont Köhler-Geib, dürfte „[d]ie Fachkräfteknappheit [...] zum Jahresende wieder zunehmen“. Es sei dringlich, dem Fachkräftemangel durch gezielte Zuwanderung, Mobilisierung von Erwerbsfähigen in Deutschland sowie Produktivitätssteigerung entgegenzutreten.

ESM: Jahresbericht 2022 gebilligt

Der Gouverneursrat des Europäischen Stabilitätsmechanismus (Ticker: ESM) hat am 15 Juni im Zuge der Jahrestagung in Luxemburg den Jahresbericht 2022 des ESM gebilligt. Wie andere Institutionen auch, wurde der ESM vom raschen Anstieg der Zinssätze und der Marktvolatilität nicht verschont. Aufgrund einer aktiven und umsichtigen Anlagestrategie verzeichnete der ESM im vergangenen Jahr einen begrenzten Nettoverlust von EUR 60,2 Mio., der hauptsächlich auf ebendiesen starken Anstieg der Marktzinsen zurückzuführen war. Die kumulierten Reserven des ESM werden nach wie vor als „substanziell“ eingeschätzt. Der Gouverneursrat erörterte zudem auch den Stand der Ratifizierung des geänderten ESM-Vertrags und informierte über die laufende Überprüfung der Finanzhilfeeinstrumente, der Darlehenskapazität sowie die Kapitaladäquanz.

Primärmarkt

Von Sommerloch kann im SSA-Segment noch keine Rede sein: Sechs frische Benchmarks dürfen wir kommentieren. Diese summierten sich auf EUR 6,3 Mrd. Hinzu gesellen sich zudem ein Subbenchmark-Deal und weitere Mandatierungen bzw. enthüllte Fundingpläne. Den Auftakt der Woche machte die französische CADES. Getreu dem Motto „Go big or go home“ brachte das ESG-Schwergewicht mal wieder EUR 3 Mrd. auf die Waage. Der Social Bond hat eine achtjährige Laufzeit und die Bücher waren mit EUR 11,6 Mrd. prall gefüllt. Der Deal kam zu OAT +26bp, dabei diente die FRTR 0% 11/25/31 als Referenzanleihe. Umgerechnet sind dies circa ms +2bp. Im Zeitablauf folgte die spanische Adif Alta Velocidad. Sie entschied sich unter dem Ticker ADIFAL für EUR 600 Mio. (5y). Die Bid-to-cover-Ratio lag bei 4,0x. Der Deal wurde 42 Basispunkte über der spanischen Kurve gepreist. Als Referenz galt die SPGB 1.4% 07/30/28. Ebenfalls für einen ESG-Deal – wie so viele diese Woche – entschied sich Wallonien: Grüne EUR 700 Mio. wurden für 15 Jahre eingesammelt. Dies geschah zu OLO +44bp bzw. ms +74bp. Die Bücher lagen am Ende bei etwas über EUR 1 Mrd. Nach Frankreich, Spanien und Belgien war dann wieder ein Franzose am Zug: SAGESS wählte ein siebenjähriges Format und EUR 500 Mio. als Größe. Die Bücher wuchsen bis auf EUR 10,5 Mrd. an. In Langform nennt sich der Emittent Société Anonyme de Gestion de Stocks de Sécurité und managt die lokalen Erdölreserven. Hessen wandte sich wie gerufen ebenfalls mit einem ESG-Deal an die Investoren: Gern verweisen wir auf unseren [SSA-Leitartikel](#) später in dieser Publikation. Somit kamen dieses Jahr bereits fünf unterschiedliche deutsche Länder mit ESG-Deals an den Markt. Hessen verfügt bekanntlich über ein grünes Framework und somit musste nur die Laufzeit festgezurrert werden: Das beliebte zehnjährige Bucket sollte es sein. Der Deal war mehr als zweifach überzeichnet und die Guidance lag anfangs bei ms +2bp area. Final kam der Deal bei ms -1bp. Den Abschluss der zählbaren Deals machte ICO: Die Spanier entschieden sich für einen Social Bond (5y) mit einem Volumen von EUR 500 Mio. Mit Nachschub ist demnächst zudem ebenfalls von der iberischen Halbinsel zu rechnen: Die Region CASTIL entschied sich für ein Konsortium, welches die neue Nachhaltigkeitsanleihe der autonomen Region Kastilien und León an den Markt bringen soll (10y). Wir rechnen kurzfristig mit der Öffnung der Orderbücher. Die Region betrachten wir auch in unserem [NORD/LB Public Issuer Special – Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#). Überraschend war zudem gestern, dass unerwartet die Fundingzahlen der EU auf deren Investor Relations-Seite inklusive Schreibfehlern und falschen Datumsangaben zu finden waren. Der Global Investor Call am heutigen Nachmittag (28. Juni) sollte eigentlich erst Klarheit über die Aktivitäten im zweiten Halbjahr bringen. EUR 40 Mrd. liegen zudem für die zweite Jahreshälfte unterhalb der Markterwartungen. Die Laufzeiten werden wie gehabt drei bis 30 Jahre umfassen. Es sind vier syndizierte Transaktionen bis Jahresende geplant, die von maximal fünf Auktionen flankiert werden.

Issuer	Country	Timing	ISIN	Maturity	Size	Spread	Rating	ESG
ICO	ES	26.06.	XS2645690525	5.3y	0.50bn	ms +8bp	A- / Baa1 / A	X
HESSEN	DE	26.06.	DE000A1RQEK7	10.0y	1.00bn	ms -1bp	- / - / AA+	X
SAGESS	FR	21.06.	FR001400IWZ3	7.0y	0.50bn	ms +17bp	- / - / AA	-
WALLOO	BE	21.06.	BE0002956374	15.8y	0.70bn	ms +74bp	- / A3 / -	X
ADIFAL	ES	20.06.	ES0200002097	5.1y	0.60bn	ms +32bp	A- / Baa2 / -	-
CADES	FR	20.06.	FR001400IVT8	8.4y	3.00bn	ms +2bp	- / Aa2 / AA	X

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

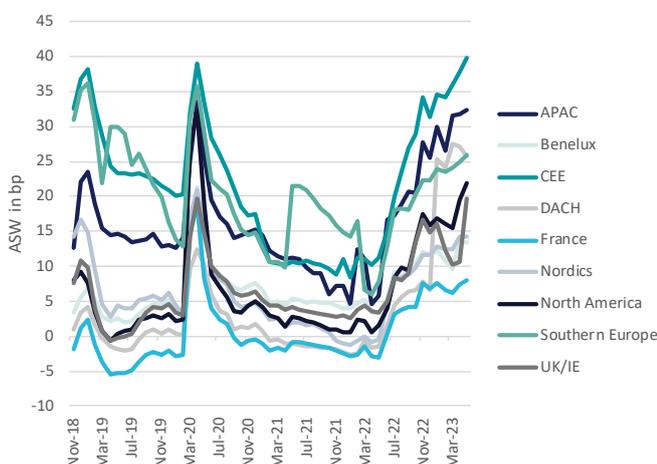
iBoxx EUR Covered: Investment Grade-Rating und Mindestvolumen von EUR 500 Mio.

Die Kriterien für den iBoxx EUR Covered sehen eine ausschließliche Aufnahme von in Euro denominierten öffentlich-platzierten Covered Bonds mit fixem Kupon vor, die über ein ausstehendes Volumen von mindestens EUR 500 Mio. verfügen. Darüber hinaus ist ein Investmentgrade-Rating der Agenturen Fitch (\geq BBB-), Moody's (\geq Baa3) oder S&P (\geq BBB-) vorgeschrieben, wobei bei mehr als einem Rating ein Mittelwertverfahren Anwendung findet (vgl. [Markit iBoxx Rating Methodology](#)). Die Anleihen im iBoxx EUR Covered müssen zudem eine Restlaufzeit von mindestens einem Jahr aufweisen, wobei für Covered Bonds mit verlängerbaren Laufzeiten das ursprüngliche Fälligkeitsdatum maßgeblich ist. Die Zusammensetzung des iBoxx EUR Covered erfolgt auf monatlicher Basis zum Geschäftsschluss des letzten Arbeitstages des Berichtsmonats.

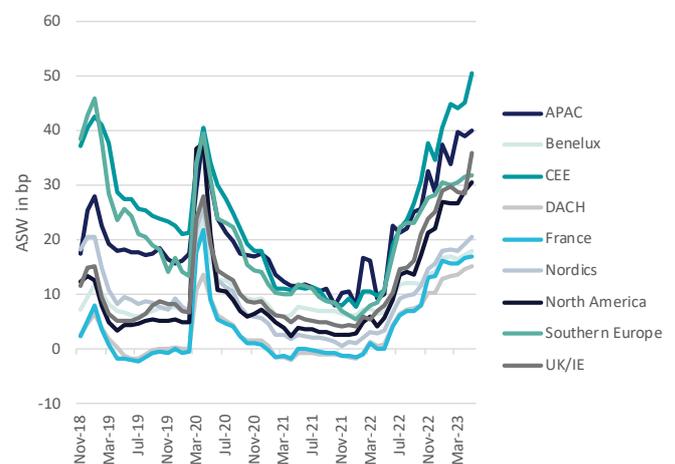
iBoxx EUR Covered umfasst ein ausstehendes Volumen in Höhe von EUR 902 Mrd.

In der Zusammensetzung des Berichtsmonats Juni 2023 notieren wir ein ausstehendes Volumen von EUR 902 Mrd. Vor einem Jahr (im Juni 2022) lag die Summe der ausstehenden Bonds im iBoxx EUR Covered noch bei EUR 789 Mrd. Der Benchmarkindex umfasst nunmehr zudem insgesamt 1.026 Bonds verteilt auf 27 Jurisdiktionen. Das größte Volumen entfällt auf Frankreich mit EUR 225 Mrd. (218 Anleihen) – gefolgt von Deutschland (EUR 172 Mrd.; 242 Anleihen), den Niederlanden (EUR 71 Mrd.; 70 Anleihen), Kanada (EUR 70 Mrd.; 51 Anleihen) sowie Spanien (EUR 67 Mrd.; 51 Anleihen). Der Anteil der Covered Bonds, deren Emittenten der Eurozone zuzurechnen sind, liegt im Juni 2023 bei 74,5%. Der Fokus der Emittenten auf kürzere Laufzeiten wird auch bei der iBoxx-Zusammensetzung im Hinblick auf die Restlaufzeiten offenkundig. Der Anteil der Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu fünf Jahren liegt demnach bei 63% – nahezu hälftig verteilt sind die Restlaufzeiten „ein bis drei Jahre“ (30%) bzw. „größer drei bis fünf Jahre“ (33%). 19% sind dem Laufzeitenbereich „größer fünf bis sieben Jahre“ und 13% dem Bucket „größer sieben bis zehn Jahre“ zuzurechnen. Auf die Kategorie „größer zehn Jahre“ entfallen gerade einmal 6%. Die beiden Deals mit der längsten Restlaufzeit (31,9y bzw. 23,2y) kommen aus Frankreich. Insgesamt dominieren Institute aus diesem Land das „lange Ende“ und stellen 33% in diesem Laufzeitsegment. Emittenten aus den Niederlanden stellen 28% und aus Deutschland 19%.

Spreadverlauf iBoxx EUR Covered (generisch; 3y)



Spreadverlauf iBoxx EUR Covered (generisch; 5y)



Spreadentwicklung: Regulatorische Behandlung als (eine) erklärende Variable

Die ultraexpansive Geldpolitik der EZB hat in den vergangenen Jahren auch für eine Nivellierung der Spreadunterschiede innerhalb des iBoxx EUR Covered gesorgt. In den vergangenen Monaten haben die Entscheidungsträger der Notenbank das Ausmaß der Eingriffe deutlich reduziert und den Kurs für den fortlaufenden Ausstieg beschrieben. Folglich sind die Spreads auch im Covered Bond-Segment spürbar angestiegen. Im Zuge des Repricings stellten sich auch wieder die – im Grundsatz „üblichen“, aber über einen Zeitraum von mehreren Jahren zwangsweise ausgeblendet – Preisunterschiede zwischen den im iBoxx EUR Covered vertretenen Bonds ein. Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal zwischen den Covered Bonds, anhand dessen sich ein maßgeblicher Anteil der Preisunterschiede erklären lässt, ist die regulatorische Einklassifizierung der einzelnen Bonds. Die bestmögliche Behandlung für Covered Bonds, also die Zuweisung eines Risikogewichts von 10% gemäß CRR, die Einsatzmöglichkeit als Level 1-Asset im Kontext des LCR-Managements, sowie die Möglichkeit zur Hinterlegung der Anleihe als notenbankfähige Sicherheit bei der EZB, führt in der Folge – zunächst in einer auf diese Faktoren begrenzte Betrachtung – zu einer höheren Nachfrage und folglich zu vergleichsweise niedrigeren Spreads. Dass die regulatorische Behandlung nicht die einzige erklärende Variable für Spreadunterschiede markiert, darf an dieser Stelle unseres Erachtens nicht außen vorgelassen werden. Allein nationale Faktoren, wie der „Home Bias“, und damit verbunden die Größe der Investorenbasis in den einzelnen Jurisdiktionen, sowie die Relative Value-Betrachtung beispielsweise von Covered Bonds und Staatsanleihen, können die Preise zwischen den Jurisdiktionen stark beeinflussen. Der geringere Einfluss des Eurosystems auf die Preisbildung wird auch hier offensichtlich, was am Markt durch eine stärkere Differenzierung zwischen den generischen Spreads auf Ebene der einzelnen Emissionsländer zum Ausdruck kommt.

Fazit

Der Covered Bond-Markt bleibt auf Wachstumskurs. Angezeigt wird dies auch durch das stetige Wachstum des Benchmarkindex iBoxx EUR Covered, welcher auch die Grundlage für unsere regelmäßige Analyse des Covered Bond-Marktes in Bezug auf die regulatorische Behandlung der einzelnen Anleihen bildet. In der jüngsten Ausgabe unseres Specials zu Risikogewichten und LCR-Einklassifizierungen von Covered Bonds zeigen wir für die 149 Emittenten (183 Pools) bzw. 1.022 Bonds (exkl. Multi Cédulas) aus 27 Jurisdiktionen die regulatorische Einstufung auf. Dabei lässt sich zusammenfassend festhalten, dass auch in der jüngsten Ausgabe die grundsätzlichen Einstufungen keine nennenswerten Änderungen unterlegen haben. Offen bleibt in diesem Zusammenhang nach wie vor der finale Umgang mit Covered Bonds aus UK, wie wir im Rahmen des Specials erklären. Was sich hingegen stark verändert hat, ist die Spreadlandschaft des iBoxx EUR Covered. Der Rückzug der EZB hat für ein nennenswertes Repricing und damit einhergehend auch eine Differenzierung zwischen den einzelnen Jurisdiktionen gesorgt.

SSA/Public Issuers

ESG-Anleihen deutscher Länder – deutliche Weiterentwicklung

Autor: Dr. Norman Rudschuck, CIAA // mit Unterstützung von Lukas-Finn Frese

Startschuss für ESG-Anleihen der deutschen Länder

ESG-Anleihen sind zweifelsohne bereits fester Bestandteil der internationalen Kapitalmärkte. Auch vor Bundesländern machen Anleihen mit ESG-Aspekten keinen Halt: Bereits im Jahr 2015 hat das Land Nordrhein-Westfalen dieses Segment für sich entdeckt und seine erste Nachhaltigkeitsanleihe begeben. Seitdem ist das Land jährlich als Emittent von Sustainability Bonds am Primärmarkt vorzufinden. Im Jahr 2021 gesellten sich zwei weitere Bundesländer in den Kreis der ESG-Emittenten. Zunächst emittierte das Land Baden-Württemberg im März seinen ersten Green Bond, ehe im Juni das Land Hessen – ebenfalls mit einem Green Bond – dazukam. Als nun viertes sowie fünftes Bundesland reihen sich die Bundeshauptstadt Berlin und Sachsen-Anhalt in die Liste der ESG-Emittenten ein. Kurz- oder mittelfristig rechnen wir damit, dass sich weitere Bundesländer am Kapitalmarkt über ESG-Anleihen refinanzieren werden. Die Gründe hierfür sind vielfältig: Zum einen sind die Refinanzierungskosten über Nachhaltigkeitsanleihen häufig um den einen oder anderen Basispunkt günstiger (Stichwort: Greenium), zum anderen gehört der Nachhaltigkeitsgedanke zum festen Bestandteil politischen Handelns und zur gemeinsamen Gestaltung der Zeitenwende. Das Land Hessen hat dies beispielsweise explizit als Staatsziel im Jahr 2018 in die hessische Verfassung aufgenommen: „Der Staat, die Gemeinden und Gemeindeverbände berücksichtigen bei ihrem Handeln das Prinzip der Nachhaltigkeit, um die Interessen künftiger Generationen zu wahren.“ (Art. 26c. Hessische Verfassung) Bremsend für einige Bundesländer könnten hingegen die höheren Kosten hinsichtlich der umfangreicheren Berichterstattung sein, worunter die Wirtschaftlichkeit einer ESG-Emission leiden könnte.

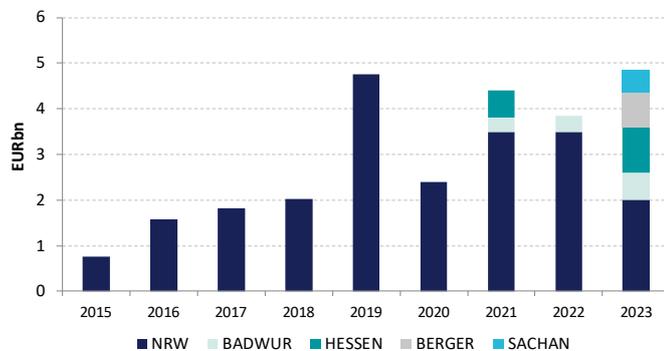
Green, Social und Sustainability – eine Einordnung

Etabliert haben sich am Kapitalmarkt insbesondere drei Formen von Nachhaltigkeitsanleihen: Green, Social und Sustainability Bonds. Anhand der jeweiligen Bezeichnung lässt sich bereits erkennen, welches primäre Nachhaltigkeitsziel verfolgt werden soll: Green Bonds gehen hierbei insbesondere Zielen nach, die dem Umweltschutz dienen. Dies kann beispielsweise die Förderung erneuerbarer Energie sein oder die Finanzierung des öffentlichen Nah- und Fernverkehrs durch ökologisch verträglichere Antriebsmöglichkeiten. Social Bonds dienen hingegen (erwartungsgemäß) sozialen Projekten: Diese drücken sich beispielsweise in der Förderung sozialer Wohnbauten und Wohnraumförderung aus oder in Maßnahmen zur Reduzierung der Arbeitslosigkeit sowie der gezielten Finanzierung von Stützungsmaßnahmen. Sustainability Bonds sind hingegen Allrounder: Die geförderten Projekte können sowohl ökologischer als auch sozialer Natur sein. Welche Projekte grundsätzlich über Nachhaltigkeitsanleihen finanziert werden können, ist den entsprechenden Rahmenwerken der Emittenten zu entnehmen. Diese sind in der Regel eng mit den jeweiligen [Guidelines der International Capital Market Association \(ICMA\)](#) verknüpft. Die Ziele der jeweiligen Rahmenwerke orientieren sich dabei übergeordnet an den von der UN geschaffenen Zielen für nachhaltige Entwicklung („[Sustainable Development Goals](#)“, kurz: [SDG](#)) und an der jeweiligen Kategorie [Green \(GBP\)](#), [Social \(SBP\)](#) oder [Sustainability \(SBG\)](#). Neben der entsprechenden Mittelverwendung („Use of Proceeds“), geben die jeweiligen Guidelines der ICMA zusätzlich Leitlinien zum Prozess der Projektbewertung- und -auswahl, Management der Erlöse sowie zur Berichterstattung.

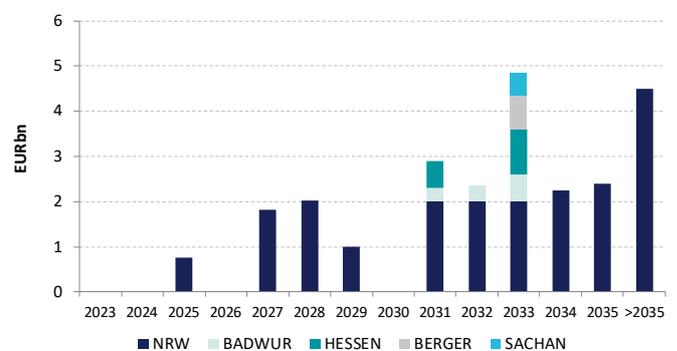
Emissionsvolumen erhöht, aber unverändert mit Luft nach oben

Nachdem 2015 die erste Sustainability Anleihe von Nordrhein-Westfalen begeben wurde, erfreute sich dieses Segment einer wachsenden Beliebtheit: Es folgten jährlich weitere aus [NRW](#). Bereits 2021 begaben zudem das Land Hessen (EUR 600 Mio.) und Baden-Württemberg (EUR 300 Mio.) je einen Green Bond. Im Mai 2022 war es erneut Baden-Württemberg, das einen weiteren Green Bond (EUR 350 Mio.) platzierte und weitere grüne Emissionen in Aussicht stellte. In Ende 2022 bzw. Mitte 2023 kamen nun Berlin (EUR 750 Mio.) und Sachsen-Anhalt (EUR 500 Mio.) erst mit ihren Frameworks und dann mit frischen Benchmark-Bonds hinzu. Zudem gelang BADWUR nach zwei Subbenchmarks im Juni 2023 ebenfalls die erste Benchmark-Anleihe im ESG-Format. Damit beläuft sich das Gesamtvolumen der emittierten ESG-Anleihen deutscher Bundesländer derzeit auf EUR 26,4 Mrd., wobei der Großteil den Sustainability Bonds aus NRW zuzurechnen ist. Durch Bestrebungen, stärker in ökologische und soziale Bereiche zu investieren, antizipieren wir, dass weitere Länder ESG-Anleihen begeben werden. Für die nächsten Jahre erwarten wir eine steigende Dynamik in jedem der benannten ESG-Segmente. Bereits in den vergangenen Jahren ließ sich ein aufsteigender Trend in emittierten ESG-Anleihevolumen beobachten. Lag das jährlich emittierte ESG-Volumen 2015 noch bei EUR 750 Mio., wurden 2019 EUR 4,75 Mrd. und 2021 EUR 4,4 Mrd. emittiert, wobei der Löwenteil nach wie vor auf Nordrhein-Westfalen entfällt. Allein H1/2023 kommt bereits auf fast EUR 5 Mrd.

Emittiertes ESG-Volumen im Zeitverlauf (in Mrd.)



Fälligkeitenprofil der ESG-Anleihen



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

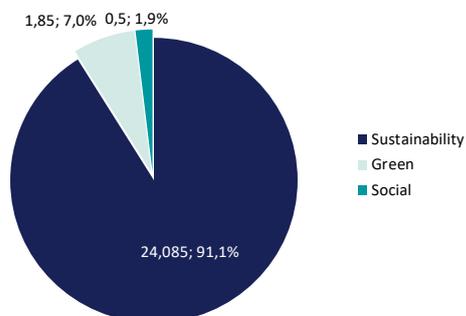
NRW mit langen Laufzeiten

Mit Blick auf das Fälligkeitsprofil der ESG-Anleihen deutscher Länder ist bereits jetzt eine recht große Spanne an unterschiedlicher Laufzeiten gegeben. Wenig überraschend ist NRW hierbei der Taktgeber: Die ursprünglichen Laufzeiten der begebenen Anleihen reichen von sieben Jahren (Emission in 2016; fällig geworden dementsprechend in 2023) bis 30 Jahren (Emission in 2022; Fälligkeit: 2052). Dominierend in den bisherigen Emissionen war jedoch eine Laufzeit von zehn Jahren.

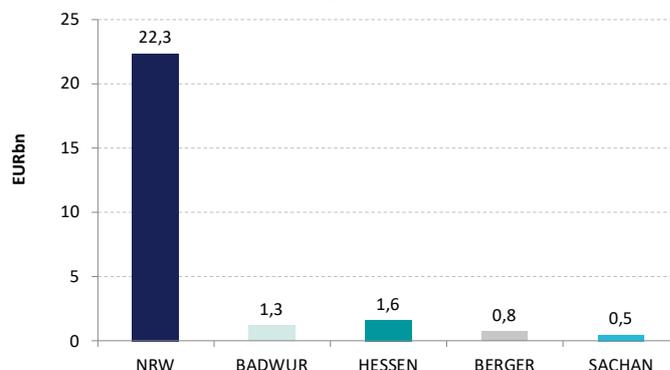
Datenlage: Sustainability übertrumpft wenig überraschend Green

Durch die frühe Partizipation des NRW am ESG-Markt in Form von Sustainability Bonds, ist es wenig überraschend, dass diese Form der ESG-Anleihen bisher das mit Abstand größte Volumen aufweist (EUR 24,1 Mrd.; 91,1%). Die vier grünen Anleihen, die seit 2021 begeben wurden (reine Social Bonds kamen erst 2023 durch SACHAN hinzu), dürften allerdings erst den Anfang darstellen. Das hier emittierte Volumen von EUR 1,9 Mrd. stellt bisher lediglich ca. 7% des Gesamtvolumens dar. Die anfangs fehlenden Emissionen von Social Bonds sollen jedoch keinen falschen Eindruck erwecken: Dadurch, dass NRW und Berlin Sustainability Bonds begeben, sind ebenfalls soziale Aspekte in ihrer Mittelverwendung enthalten.

Volumen nach ESG-Kategorie (in EUR Mrd.)



ESG-Volumen nach Ländern (in EUR Mrd.)



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Die Frameworks – Unterschiede und Gemeinsamkeiten (I)

Die Rahmenwerke der Emittenten befinden sich alle im Einklang mit den Principles der ICMA. Wie bereits dargestellt, haben die Länder BADWUR und HESSEN Green Bonds emittiert und hierfür entsprechende Frameworks veröffentlicht und per Second Party Opinion prüfen lassen; selbiges tat NRW mit einem Sustainable Bond Framework. Der Inhalt gliedert sich daher nach den vier Säulen der ICMA: Der Mittelverwendung, dem Prozess der Projektbewertung, dem Management der Erlöse und dem jährlichen Reporting. Während HESSEN und BADWUR einen entsprechenden Fokus auf grüne Ausgaben haben, kann NRW hinsichtlich der Mittelverwendung flexibler zwischen Sozial- und Umweltaspekten agieren. Dies drückt sich auch in der bisherigen Projektauswahl aus: Aufgeteilt nach den Kategorien der Green Bond Principles der ICMA ging beispielsweise der Löwenanteil der Green Bond-Erlöse Hessens an den „sauberen Transport“ (46%), gefolgt vom „ökologisch nachhaltigen Management von lebenden natürlichen Ressourcen und Landnutzung“ (29%). 14% lassen sich indes der Kategorie „Energieeffizienz“ zuordnen. Eine ähnliche Verteilung der Mittelverwendung ist ebenfalls bei BADWUR erkennbar: Der größte Anteil (22%) lässt sich der Kategorie „Energieeffizienz“ zuordnen, gefolgt von 18% zum „ökologisch nachhaltigen Management von lebenden natürlichen Ressourcen und Landnutzung“. „Umweltfreundliche Gebäude“ machen einen Anteil von 17% aus und „sauberer Transport“ 13%. Das Land NRW verfolgt mit seinem Framework hingegen sechs Kategorien der Social Bond Principles und acht Kategorien der Green Bond Principles. Während vor der Corona-Pandemie noch überwiegend grüne Aspekte in der Mittelverwendung ihren Platz fanden, nutzte das Land im Rahmen der Pandemiebekämpfung zunehmend soziale Bereiche. Beispielsweise wurde mit der Nachhaltigkeitsanleihe mit der laufenden Nummer #10 zu 47% die Kategorie „Zugang zur Grundversorgung an sozialen Dienstleistungen“ finanziert. Der Gesamtanteil grüner Kategorien der letzten Emission beläuft sich indes auf knapp 17%. Ende 2022 stellte als viertes Bundesland Berlin sein Sustainability Bond Framework vor. Das Land beabsichtigt fortan als regelmäßiger Emittent nachhaltiger Anleihen am Kapitalmarkt in Erscheinung zu treten. Diese können demnach sowohl in Form grüner und/oder sozialer Aspekte emittiert werden. Die Eignungsprüfung und finale Auswahl geeigneter grüner und sozialer Projekte für nachhaltige Finanzierungen obliegt der Koordinationsgruppe „Nachhaltige Finanzierung“. Bezüglich der Berichterstattung verpflichtet sich die Bundeshauptstadt gesondert über die Mittelverwendung und Nachhaltigkeitswirkung in Form eines Allokations- bzw. Wirkungsbericht Auskunft zu geben. Erst genannter soll innerhalb eines Jahres nach der jeweiligen Anleiheemission veröffentlicht und ab dem Folgejahr der Emission bis zur vollständigen Allokation der Emissionserlöse jährlich publiziert werden. Der Wirkungsbericht soll ebenfalls spätestens ein Jahr nach der Anleiheplatzierung erscheinen.

Die Frameworks – Unterschiede und Gemeinsamkeiten (II)

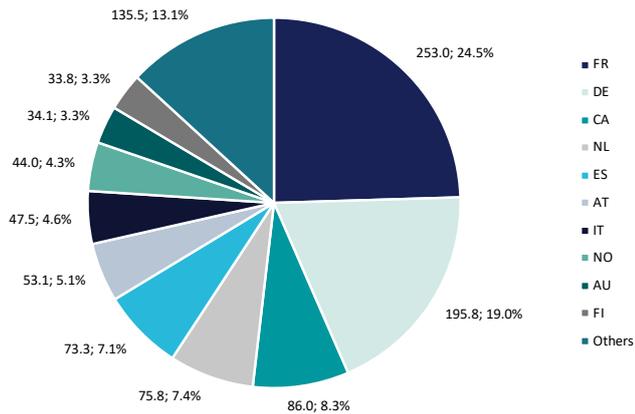
Auf dem Gebiet der Sozialanleihen präsentierte sich ab Mitte 2023 dann Sachsen-Anhalt mit einem entsprechenden Social Bond Framework. Das Land betont, dass die Emissionserlöse für soziale Projekte verwendet werden sollen, welche im Zusammenhang mit der Bekämpfung der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie und zukünftiger Pandemieresilienz stehen. Darunter fallen unter anderem ein besserer Zugang zur Grundversorgung an sozialen Dienstleistungen, die Schaffung von Arbeitsplätzen sowie Programme zur Prävention von Arbeitslosigkeit, als auch der Aufbau von bezahlbarer Basisinfrastruktur. Dementsprechend stammt ein wesentlicher Teil der Ausgaben, welche dem Framework zugrunde liegen, aus dem Sondervermögen „Corona“ vom 15. Dezember 2021. Die darin bereits enthaltenen 60 Einzelprojekte lösen – auf Einzeljahre aufgeteilt – Zahlungsflüsse innerhalb von fünf Jahren bis 2027 aus. Die Berichterstattung über Zahlungsabflüsse wie auch Projektstände ist Aufgabe des Landtags.

Kommentar

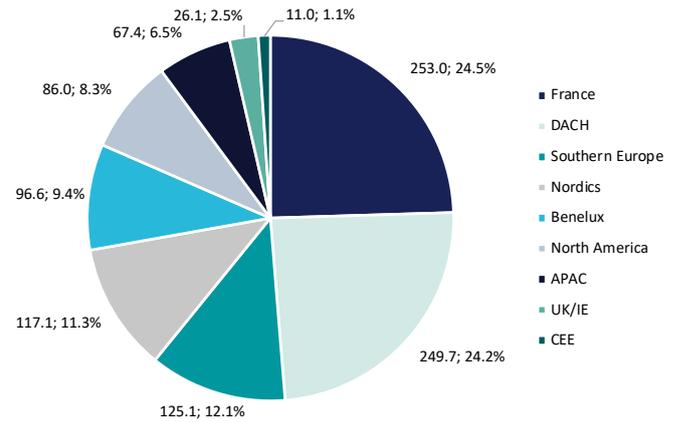
Trotz des steigenden Volumens in den vergangenen Jahren sehen wir unverändert weiteres, deutliches Steigerungspotenzial in den ESG-Segmenten der deutschen Länder. Vom einstigen Nischenprodukt mit Anleihen „nur“ aus NRW könnte sich hier ein etablierter Markt mit vielen Teilnehmern ergeben. Ausschlaggebend dafür ist der immer größere Finanzierungsbedarf u.a. durch Novellen in Energiewende- und Klimaschutzgesetzen der einzelnen Länder. Die Principles der ICMA stellen eine solide Leitlinie mit Kernempfehlungen bereit. Durch externe Überprüfungen wird zudem die Mittelverwendung sichergestellt und unterliegt einer dauerhaften Überwachung. Allein, dass erst fünf der 16 Bundesländern über ein Framework verfügen, unterstreicht das Aufhol- und zugleich Nachholpotenzial der immer noch überwiegenden Mehrheit der Länder.

Charts & Figures Covered Bonds

EUR-Benchmarkvolumen nach Land (in EURbn)



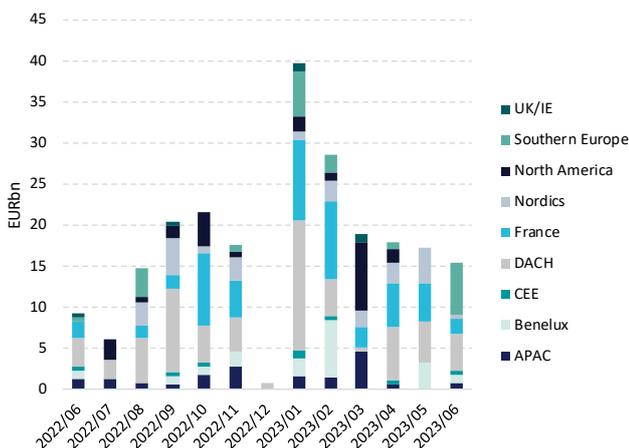
EUR-Benchmarkvolumen nach Region (in EURbn)



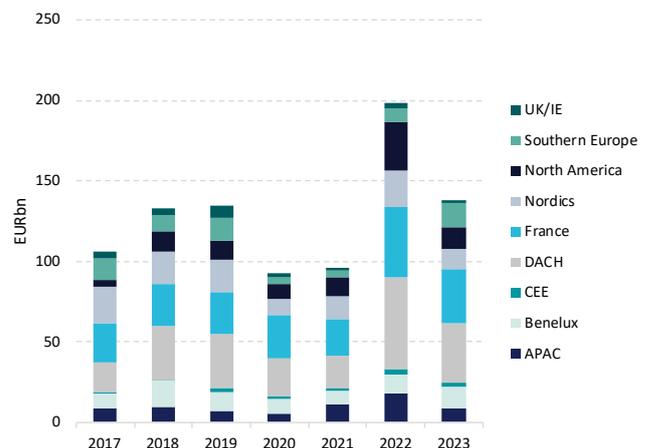
Top-10 Jurisdiktionen

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	253.0	243	19	0.97	9.6	5.2	1.21
2	DE	195.8	280	34	0.65	8.0	4.3	1.04
3	CA	86.0	64	0	1.32	5.5	2.9	0.93
4	NL	75.8	76	2	0.93	10.9	6.7	1.08
5	ES	73.3	58	6	1.15	11.2	3.6	1.95
6	AT	53.1	90	4	0.58	8.4	5.1	1.27
7	IT	47.5	57	2	0.81	9.0	3.8	1.41
8	NO	44.0	53	12	0.83	7.4	4.0	0.62
9	AU	34.1	33	0	1.03	7.3	3.5	1.35
10	FI	33.8	37	3	0.89	7.2	3.8	1.10

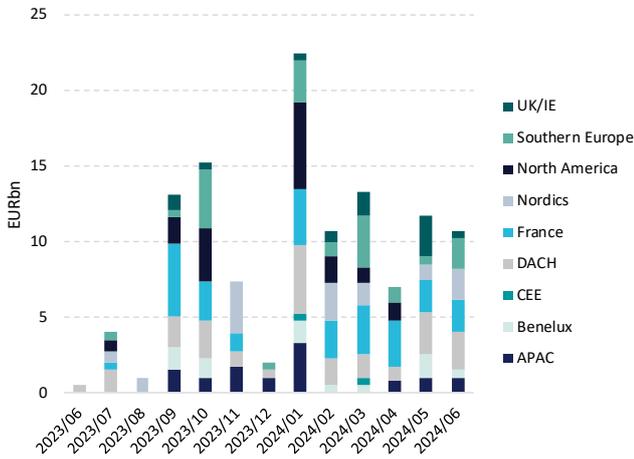
EUR-Benchmark-Emissionen je Monat



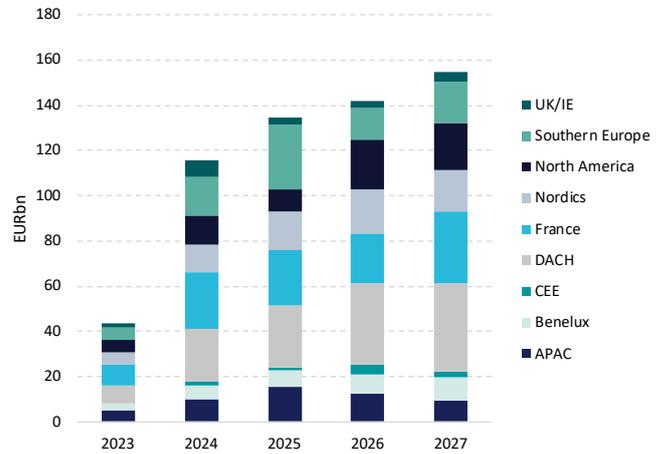
EUR-Benchmark-Emissionen je Jahr



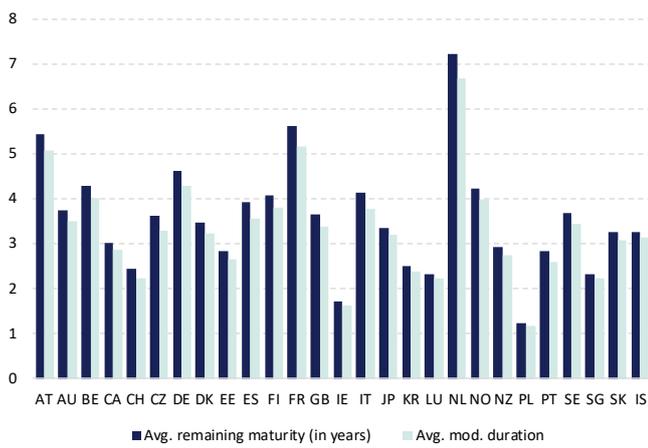
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Monat



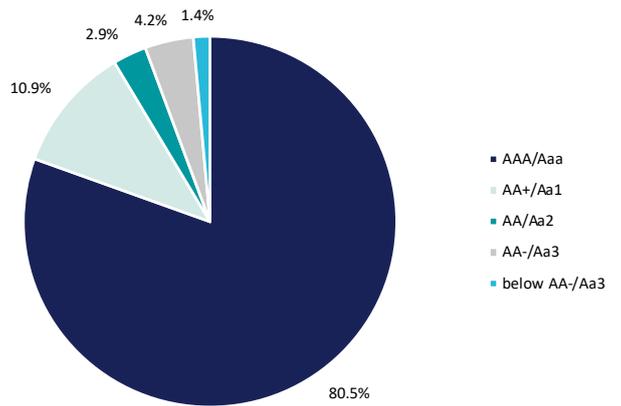
EUR-Benchmark-Fälligkeiten je Jahr



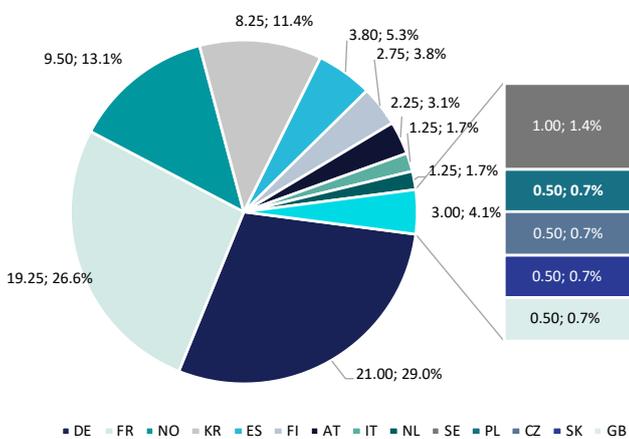
Modified Duration und Restlaufzeit nach Land



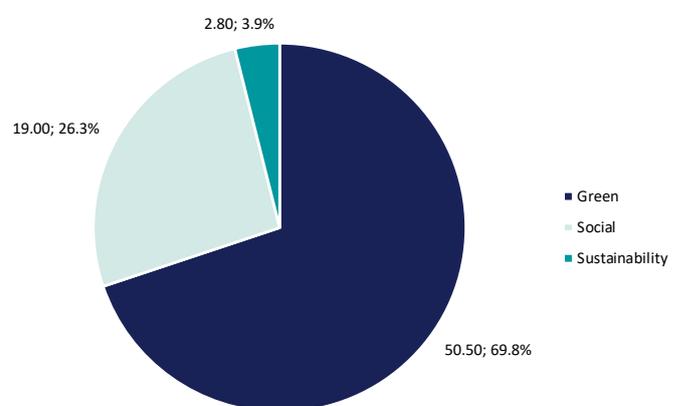
Ratingverteilung (volumengewichtet)



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

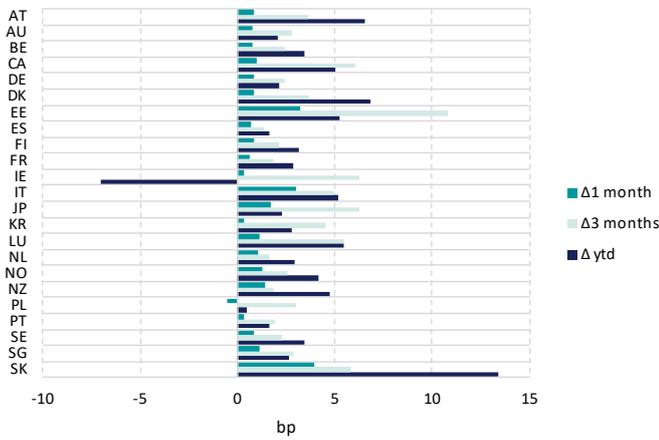


EUR-Benchmarkvolumen (ESG) nach Format (in EURbn)

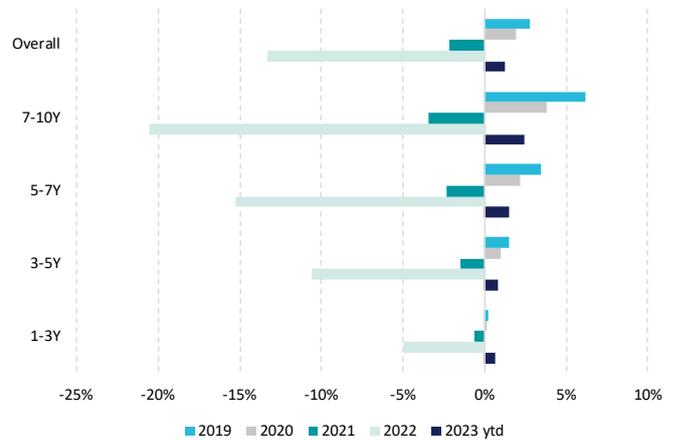


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

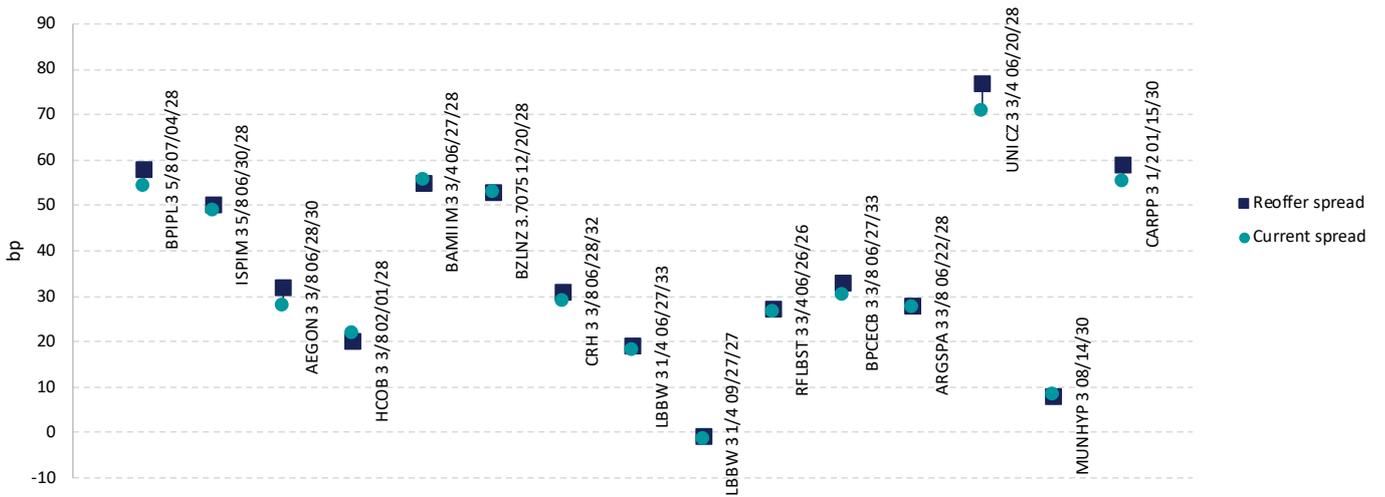
Spreadveränderung nach Land



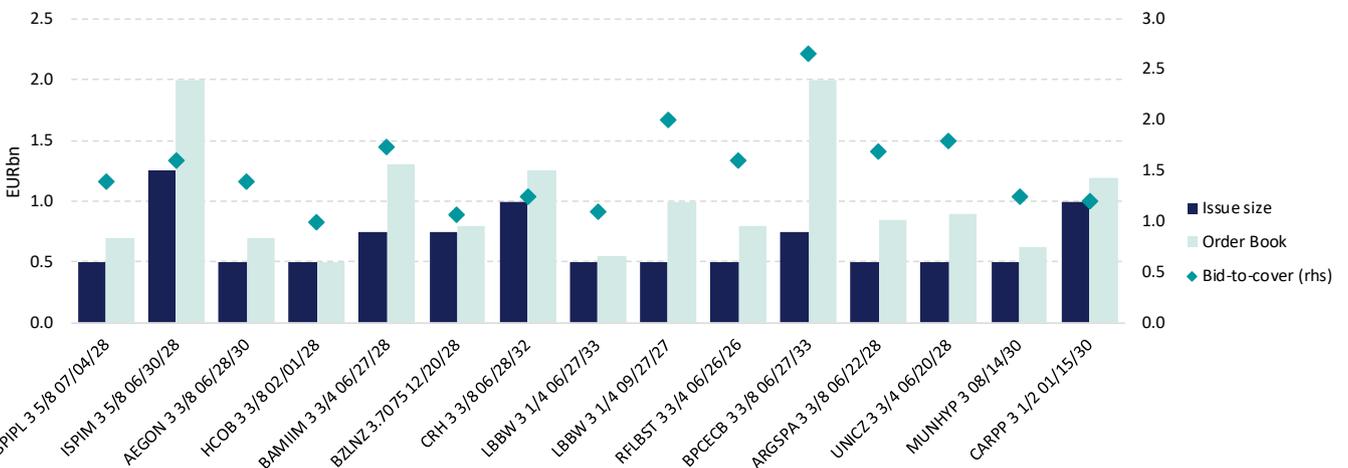
Covered Bond Performance (Total Return)



Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen

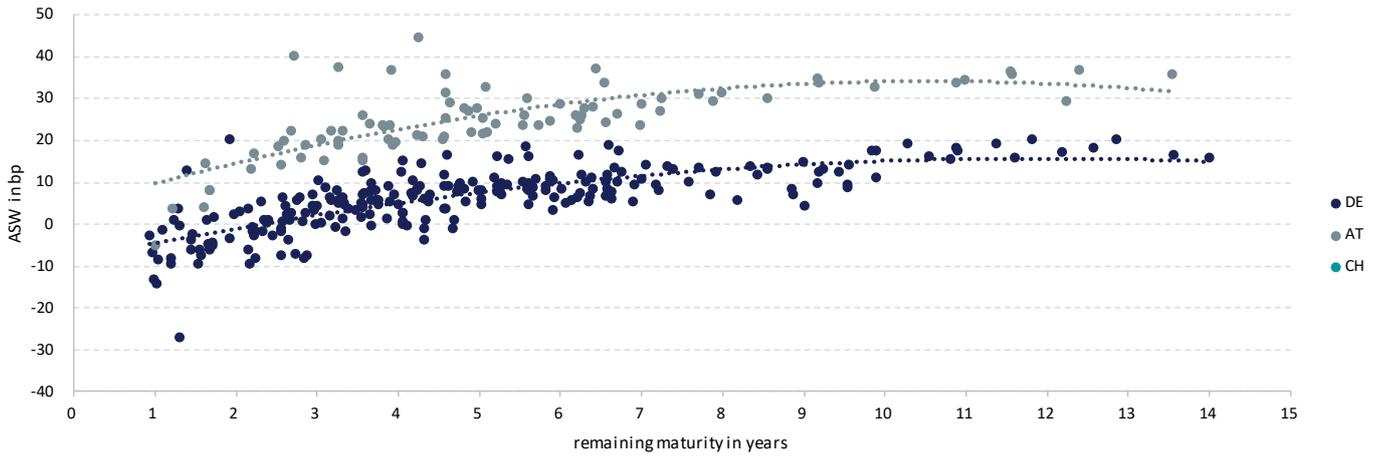


Orderbücher der letzten 15 Emissionen

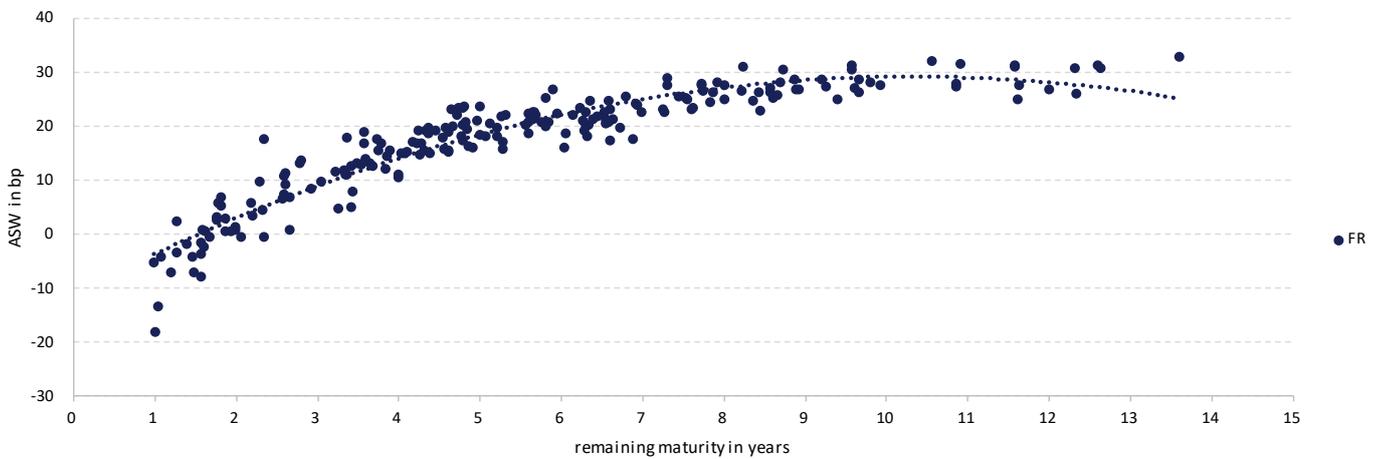


Spreadübersicht¹

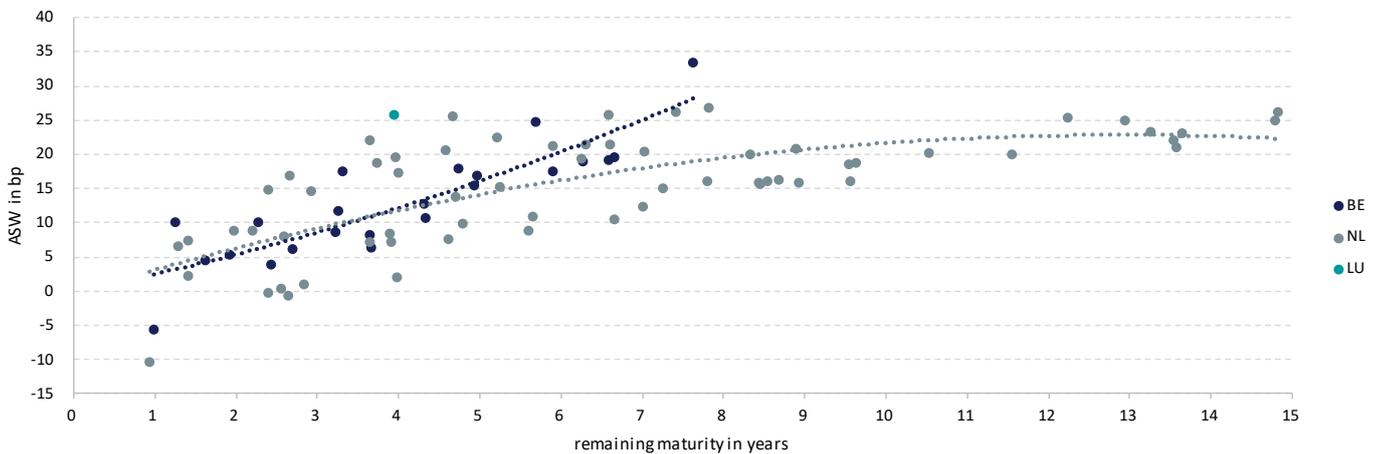
DACH 



France 

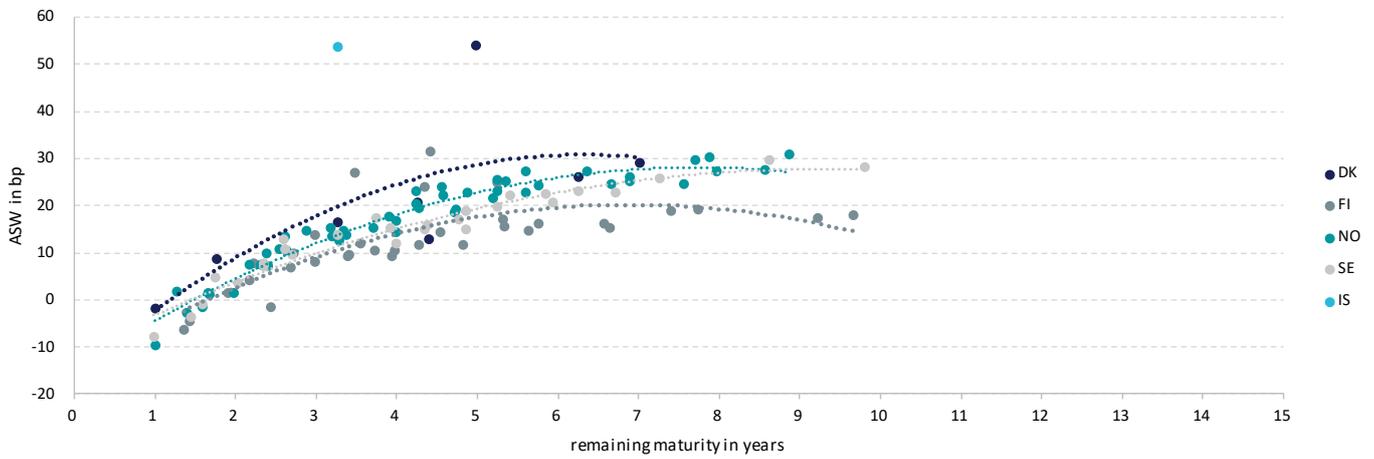


Benelux 

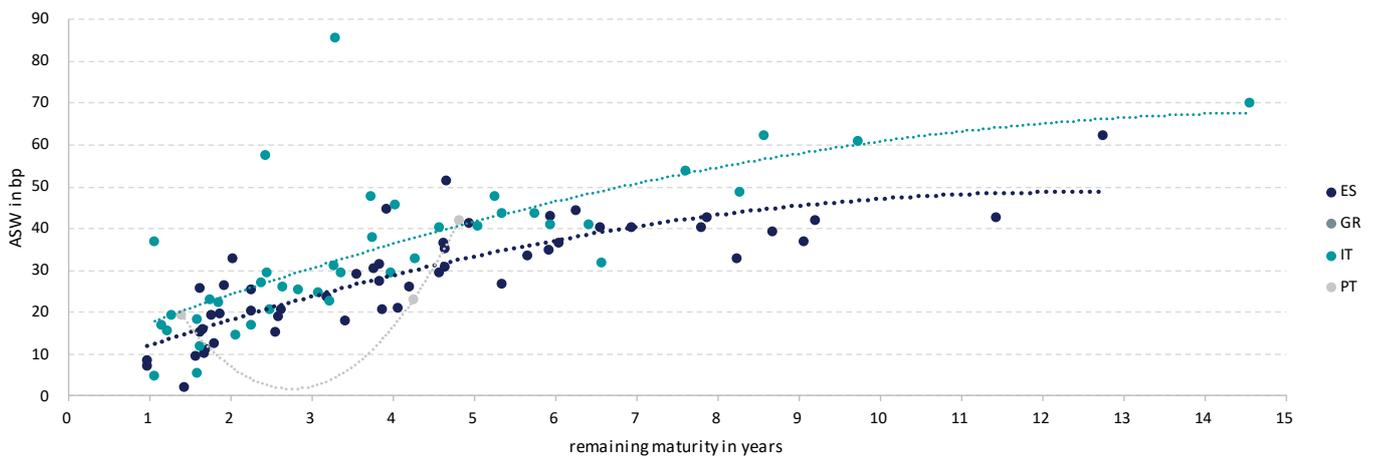


Quelle: Marktdaten, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research ¹Restlaufzeit 1 ≤ y ≤ 15

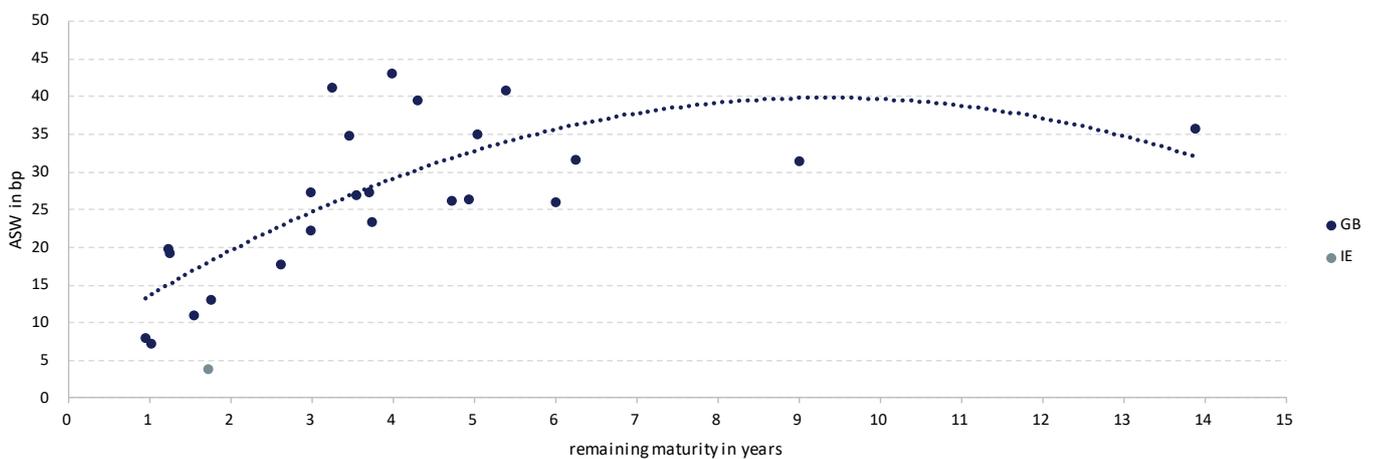
Nordics 🇩🇰 🇫🇮 🇳🇴 🇸🇪 🇮🇸



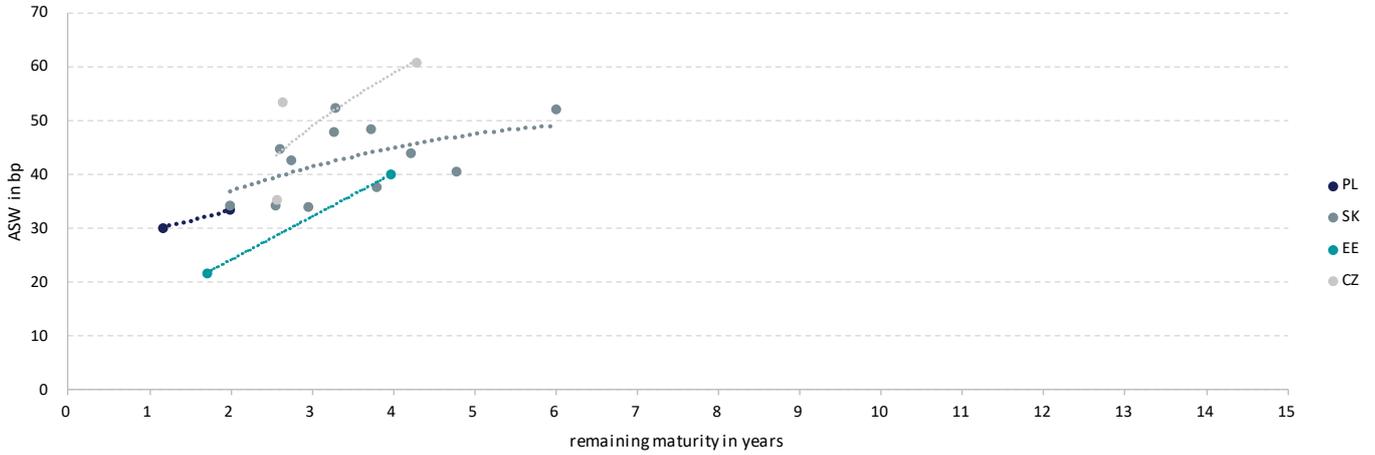
Southern Europe 🇪🇸 🇬🇷 🇮🇹 🇵🇹



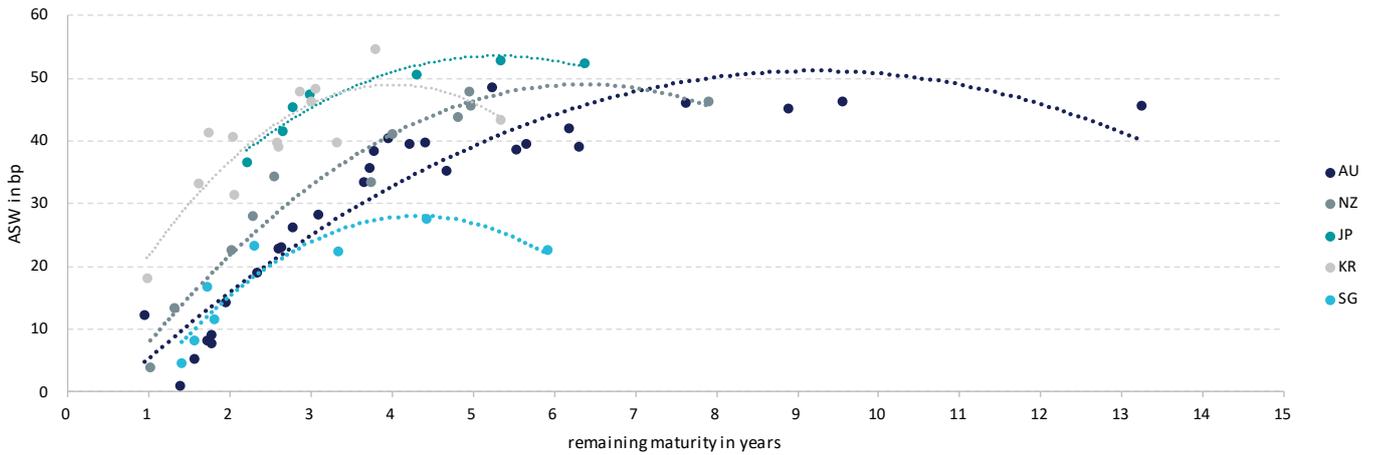
UK/IE 🇬🇧 🇮🇪



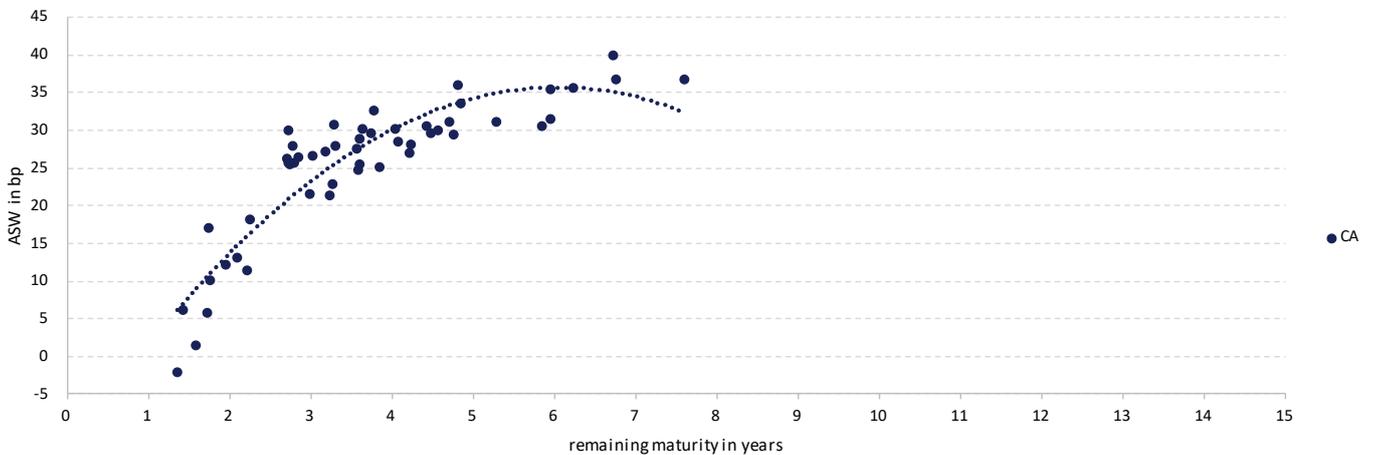
CEE 



APAC 



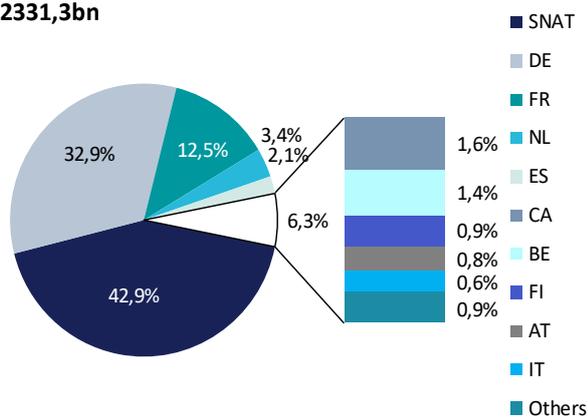
North America 



Charts & Figures SSA/Public Issuers

Ausstehendes EUR-Benchmarkvolumen

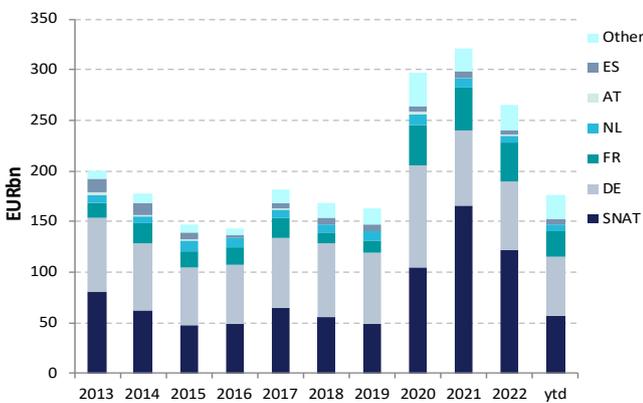
EUR 2331,3bn



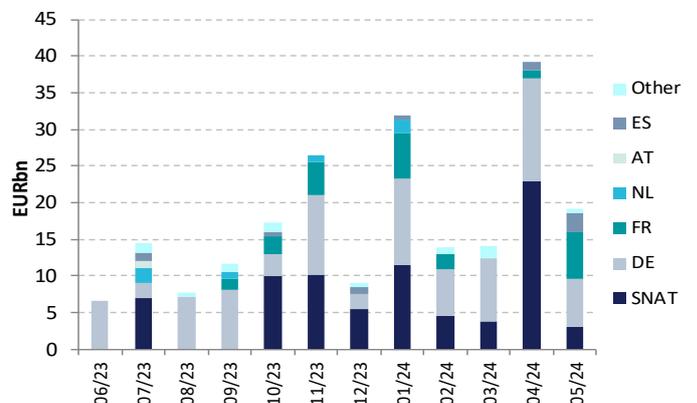
Top 10 Länderübersicht (EUR-Benchmarks)

Country	Vol. (€bn)	No. of bonds	ØVol. (€bn)	Vol. weight. ØMod. Dur.
SNAT	1.000,7	225	4,4	8,1
DE	766,4	566	1,4	6,3
FR	290,6	195	1,5	6,2
NL	79,5	69	1,2	6,6
ES	48,1	66	0,7	4,8
CA	37,2	26	1,4	4,4
BE	32,5	36	0,9	11,1
FI	22,0	24	0,9	5,1
AT	17,8	21	0,8	4,5
IT	15,0	19	0,8	4,8

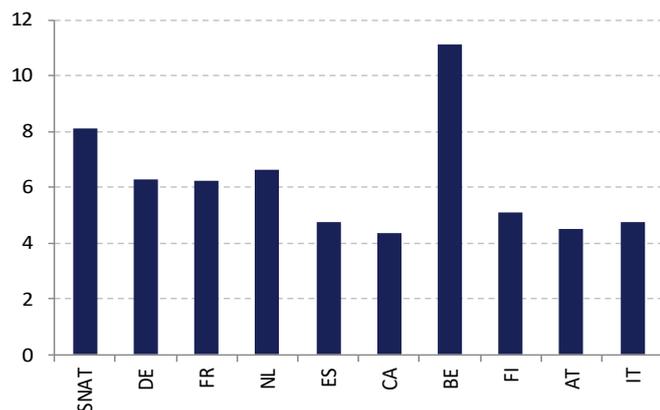
EUR-Benchmarkemissionen je Jahr



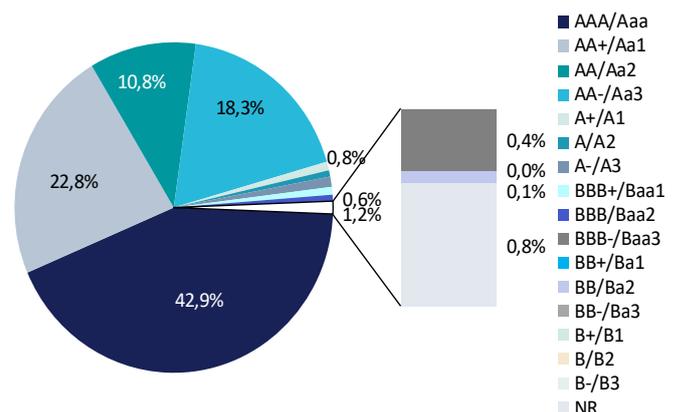
EUR-Benchmarkfälligkeiten je Monat



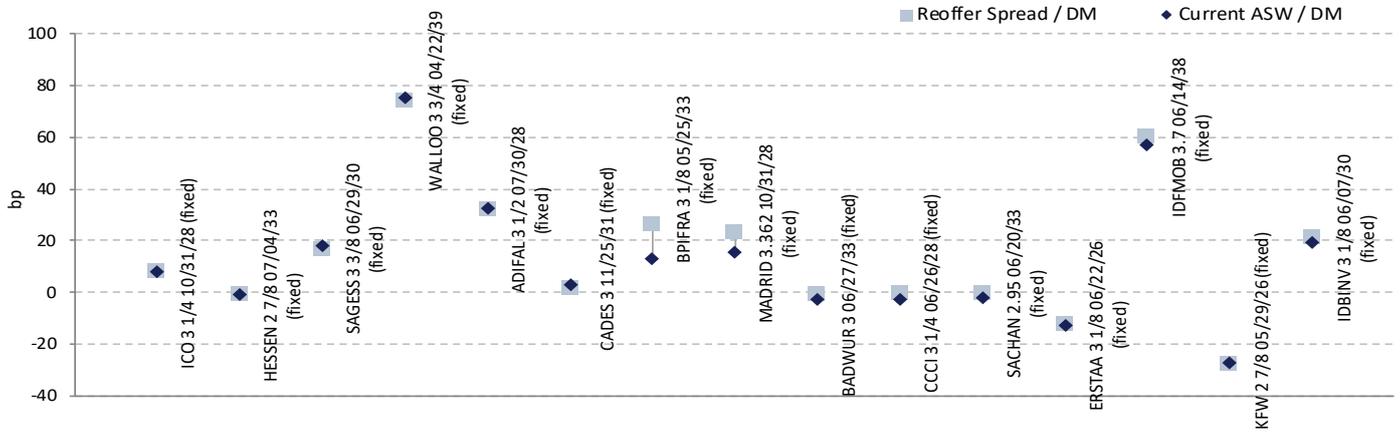
Vol. gew. Modified Duration nach Land



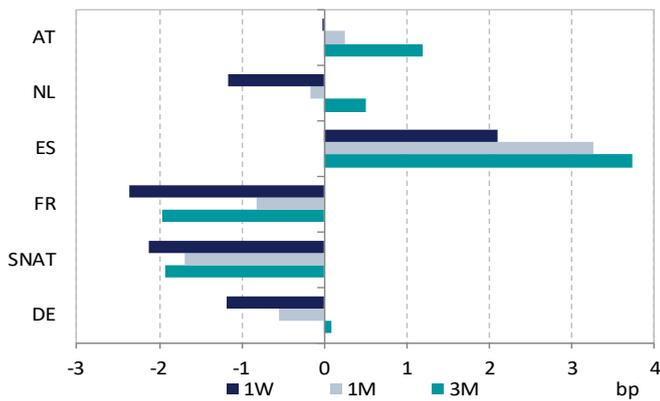
Ratingverteilung (volumengewichtet)



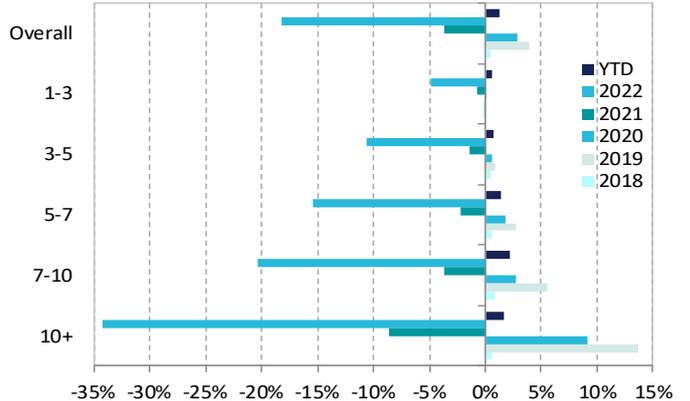
Spreadentwicklung der letzten 15 Emissionen



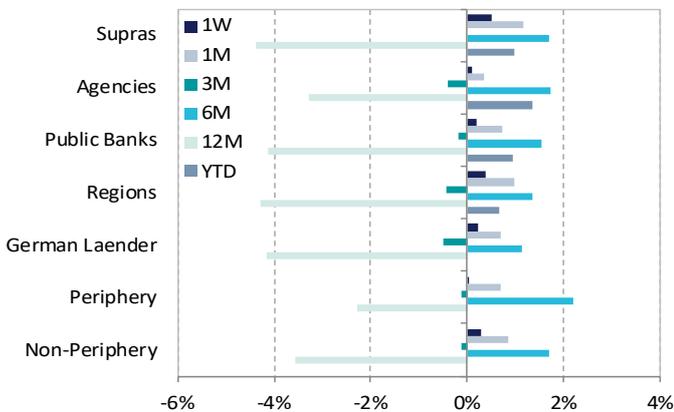
Spreadentwicklung nach Land



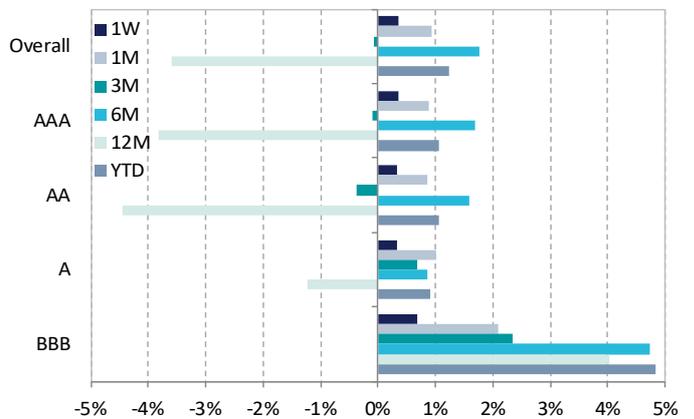
SSA-Performance (Total Return) im Jahresvergleich



SSA-Performance nach Regionen (Total Return)

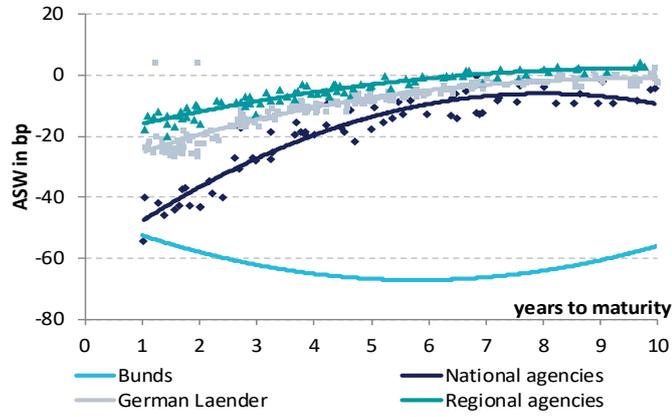


SSA-Performance nach Rating (Total Return)

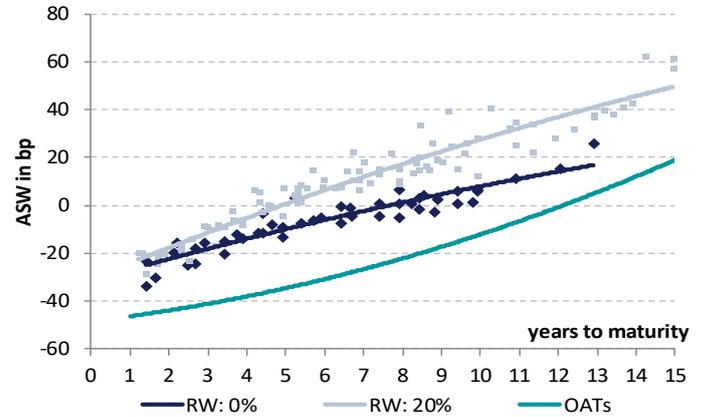


Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

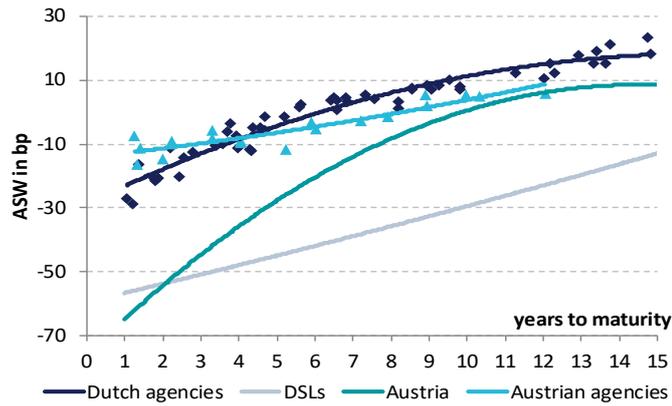
Germany (nach Segmenten)



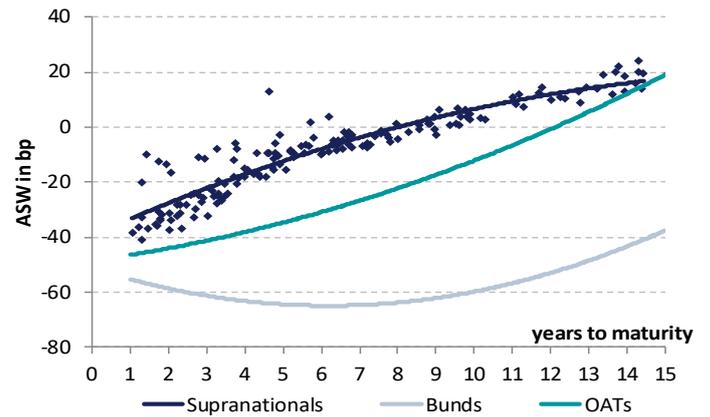
France (nach Risikogewichten)



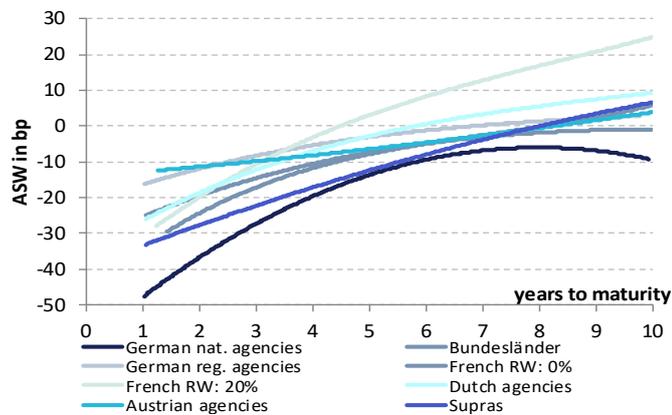
Netherlands & Austria



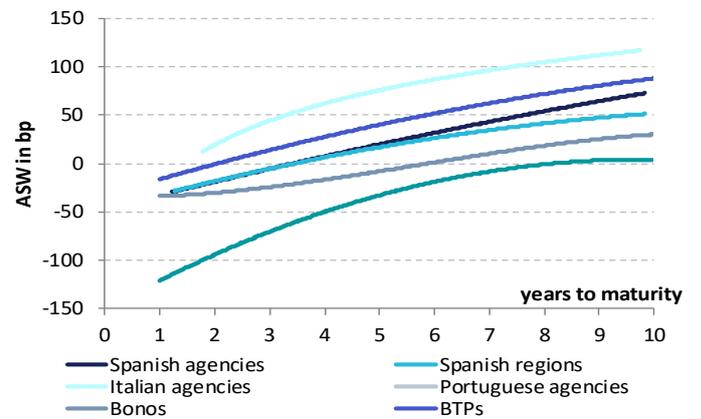
Supranationals



Core



Periphery



Quelle: Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

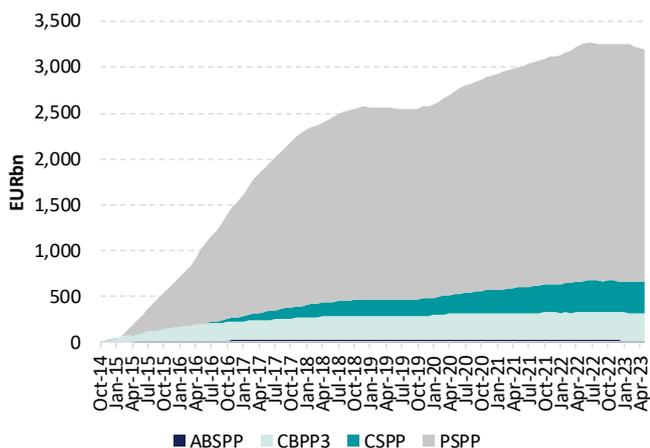
EZB-Tracker

Asset Purchase Programme (APP)

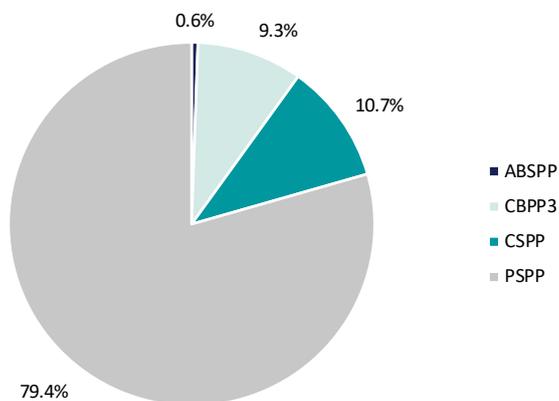
Volumina der Ankaufprogramme (in EURm)

	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Apr-23	18,462	298,627	341,574	2,557,798	3,216,461
May-23	17,821	299,134	341,010	2,543,603	3,201,568
Δ	-641	+507	-564	-14,195	-14,893

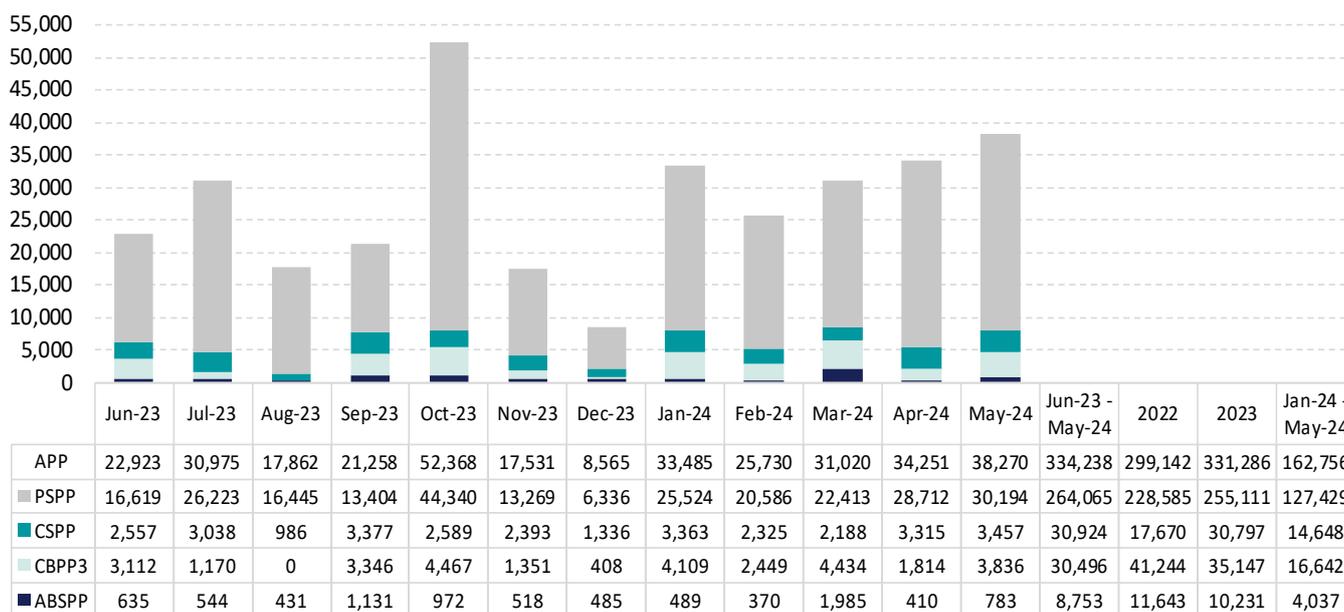
Portfolioentwicklung



Portfoliostruktur



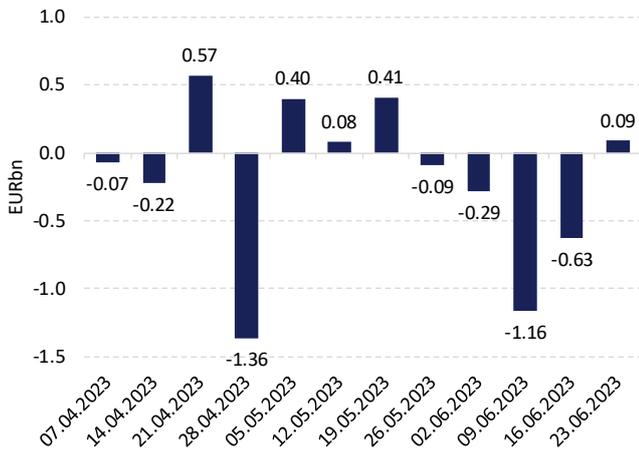
Erwartete monatliche Fälligkeiten (in EURm)



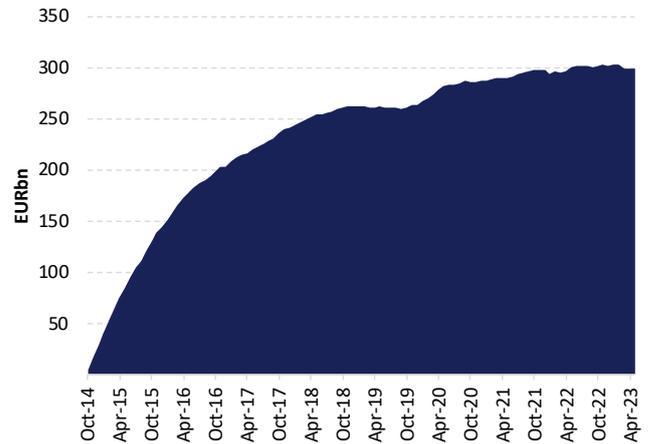
Quelle: EZB, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3)

Wöchentliches Ankaufvolumen



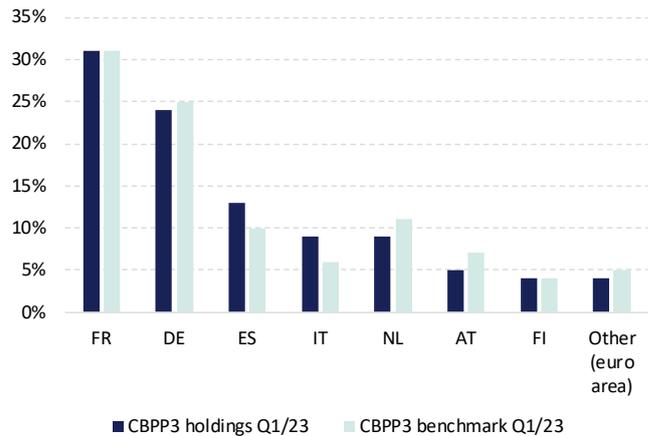
Entwicklung des CBPP3-Volumens



Veränderung der Primär-/Sekundärmarktanteile

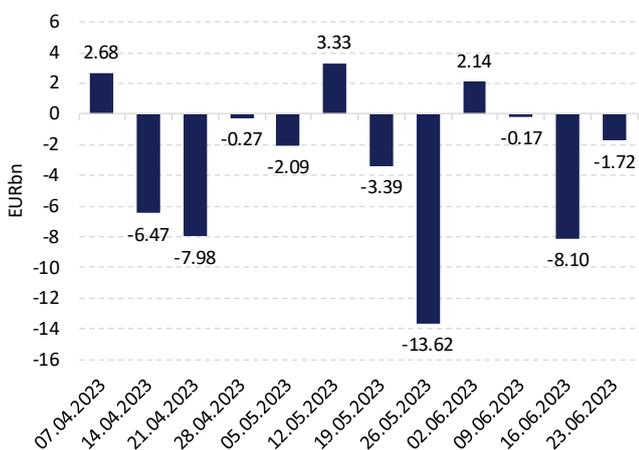


CBPP3-Struktur nach Jurisdiktionen

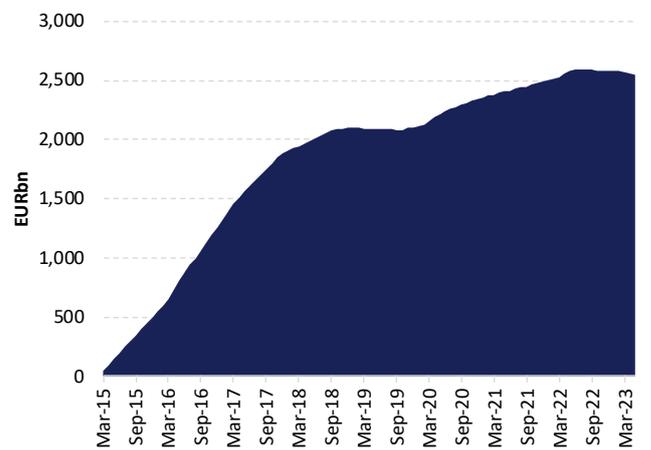


Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Wöchentliches Ankaufvolumen

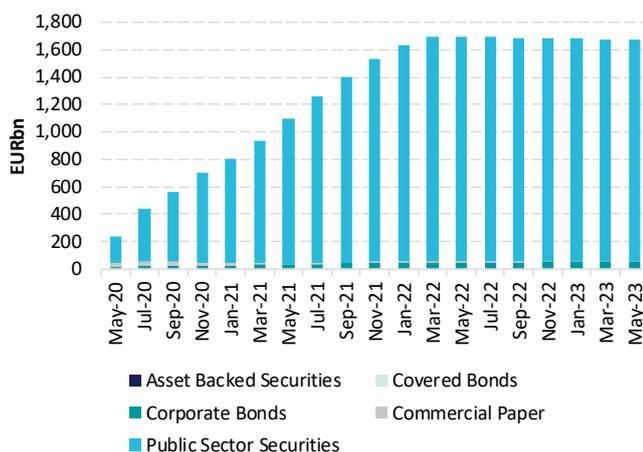


Entwicklung des PSPP-Volumens

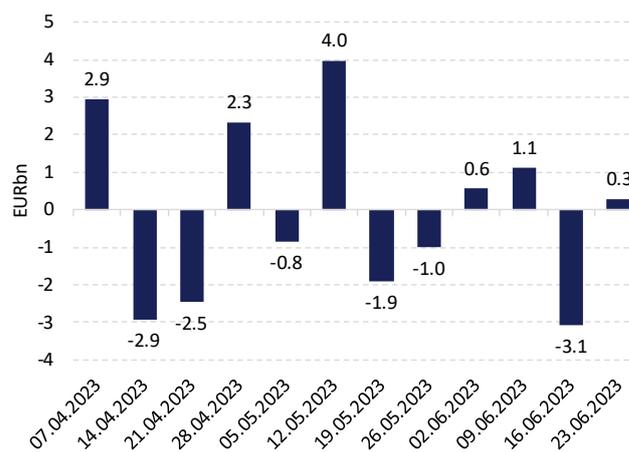


Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

Portfolioentwicklung



Wöchentliches Ankaufsvolumen



Überblick über Public Sector Assets unter dem PEPP

Jurisdiktion	Bestand (in EURm)	Δ Bestand Vorperiode	Adj. Verteilungsschlüssel ¹	PEPP-Anteil	Δ zum adj. Verteilungsschlüssel ²	Ø Restlaufzeit (in Jahren) ³	Marktdurchschnitt ⁴ (in Jahren)
AT	44,688	1,070	2.6%	2.7%	0.1%	7.3	7.8
BE	57,078	630	3.3%	3.4%	0.2%	6.1	9.4
CY	2,543	0	0.2%	0.2%	0.0%	8.0	8.5
DE	396,449	627	23.7%	23.9%	0.1%	6.8	7.0
EE	256	0	0.3%	0.0%	-0.2%	7.0	7.0
ES	194,312	2,502	10.7%	11.7%	1.0%	7.3	7.4
FI	26,195	-64	1.7%	1.6%	-0.1%	7.6	7.7
FR	294,956	-4,954	18.4%	17.8%	-0.6%	7.6	7.8
GR	38,150	-34	2.2%	2.3%	0.1%	8.4	9.2
IE	25,280	-893	1.5%	1.5%	0.0%	9.1	9.7
IT	292,896	2,069	15.3%	17.6%	2.3%	7.1	6.9
LT	3,237	49	0.5%	0.2%	-0.3%	9.3	8.7
LU	1,955	19	0.3%	0.1%	-0.2%	5.7	8.6
LV	1,801	44	0.4%	0.1%	-0.2%	8.3	7.6
MT	607	0	0.1%	0.0%	-0.1%	10.1	8.5
NL	81,957	-1,771	5.3%	4.9%	-0.3%	7.7	9.1
PT	33,861	54	2.1%	2.0%	-0.1%	7.0	7.5
SI	6,406	-283	0.4%	0.4%	0.0%	8.7	9.1
SK	7,918	-192	1.0%	0.5%	-0.6%	8.2	8.4
SNAT	150,090	1,000	10.0%	9.0%	-1.0%	10.1	9.0
Total / Avg.	1,660,635	-127	100.0%	100.0%	0.0%	7.5	7.7

¹ Basierend auf dem EZB-Kapitalschlüssel, adjustiert um die Einbeziehung von Supras

² Basierend auf dem adjustierten Verteilungsschlüssel

³ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP angekauften Anleihen

⁴ Gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit (WAM) der für das PEPP ankaufbaren Anleihen

Quelle: EZB, Bloomberg, NORD/LB Markets Strategy & Floor Research

Anhang

Ausgaben im Überblick

Ausgabe	Themen
21/2023 ♦ 21. Juni	<ul style="list-style-type: none"> ESG-Covered Bonds: Ein Blick auf die Angebotsseite Steigendes Exposure von E-Supras gegenüber der Ukraine
20/2023 ♦ 14. Juni	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick Beyond Bundesländer: Spanische Regionen
19/2023 ♦ 07. Juni	<ul style="list-style-type: none"> EZB-Preview: 25 Jahre EZB und kein bisschen müde Gesetzliche Vorgaben für Covered Bonds im Fokus
18/2023 ♦ 24. Mai	<ul style="list-style-type: none"> Rückzahlungsstrukturen am Covered Bond-Markt: Ein Update Stabilitätsrat zur 27. Sitzung zusammengetreten
17/2023 ♦ 17. Mai	<ul style="list-style-type: none"> ESG-Update 2023 ins Spotlight gerückt Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2023
16/2023 ♦ 10. Mai	<ul style="list-style-type: none"> Die EZB und der Covered Bond-Markt: Alte und neue Einflüsse Update: Gemeinschaft deutscher Länder (Ticker: LANDER)
15/2023 ♦ 26. April	<ul style="list-style-type: none"> EZB-Preview: Zwei Herzen in einer Brust? EBA Risk Dashboard zeichnet solides Bild im IV. Quartal 2022
14/2023 ♦ 19. April	<ul style="list-style-type: none"> Die Kreditvergabe in der Eurozone und Deutschland Der französische Agency-Markt im Überblick
13/2023 ♦ 05. April	<ul style="list-style-type: none"> Angebotsprognose ohne großen Anpassungsbedarf Aktuelle Risikogewichtung von Supranationals & Agencies
12/2023 ♦ 29. März	<ul style="list-style-type: none"> Das Covered Bond-Universum von Moody's: Ein Überblick NGEU: Green Bond Dashboard
11/2023 ♦ 22. März	<ul style="list-style-type: none"> Covered Bonds: Im Bann von Bankenkrise und EZB-Falken? EUR-ESG-Benchmarks im bisherigen SSA-Jahr 2023
10/2023 ♦ 15. März	<ul style="list-style-type: none"> Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q4/2022 Kreditermächtigungen der deutschen Bundesländer 2023
09/2023 ♦ 08. März	<ul style="list-style-type: none"> EZB-Preview: „Soft Landing“ erlaubt „Hard Ball“ bei Leitzinsen Wo steht der Pfandbrief im Covered Bond-Universum?
08/2023 ♦ 01. März	<ul style="list-style-type: none"> Der Covered Bond-Markt und die EZB: Ein Ende auf Raten? Beyond Bundesländer: Großraum Paris (IDF und VDP) im Fokus
07/2023 ♦ 22. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Italiens Markt für Covered Bonds im EUR-Benchmarkformat Europäische Supranationals im Überblick
06/2023 ♦ 15. Februar	<ul style="list-style-type: none"> Laufzeitaufschläge bei Covered Bonds Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes Ein Blick auf die EU: Durch die Krise zum Megaemittenten

Anhang Publikationen im Überblick

Covered Bonds:

[Issuer Guide Covered Bonds 2022](#)

[Covered Bond-Gesetze](#)

[Covered Bond-Richtlinie: Auswirkungen auf Risikogewichte und LCR-Level](#)

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

[Transparenzvorschrift §28 PfandBG Q1/2023](#) (Quartalsupdate)

[Covered Bonds als notenbankfähige Sicherheiten](#)

SSA/Public Issuers:

[Issuer Guide – Deutsche Länder 2022](#)

[Issuer Guide – Deutsche Agencies 2022](#)

[Issuer Guide – Niederländische Agencies 2022](#)

[Issuer Guide – Europäische Supranationals 2023](#)

[Issuer Guide – Französische Agencies 2023](#)

[Beyond Bundesländer: Belgien](#)

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

[Beyond Bundesländer: Spanische Regionen](#)

Fixed Income Specials:

[ESG-Update 2023](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Steigflug verlängern und Höhe halten](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Alles neu macht der Mai... Oder: Die Macht vergangener Zinsschritte!](#)

[EZB-Zinsentscheidung: Rückgrat in stürmischen Zeiten?!](#)

Anhang

Ansprechpartner in der NORD/LB

Markets Strategy & Floor Research



Dr. Frederik Kunze

Covered Bonds/Banks

+49 172 354 8977

frederik.kunze@nordlb.de



Melanie Kiene

Covered Bonds/Banks

+49 172 169 2633

melanie.kiene@nordlb.de



Stefan Rahaus

Covered Bonds/Banks

+49 172 6086 438

stefan.rahaus@nordlb.de



Dr. Norman Rudschuck

SSA/Public Issuers

+49 152 090 24094

norman.rudschuck@nordlb.de

Sales

Institutional Sales	+49 511 9818-9440
Sales Sparkassen & Regionalbanken	+49 511 9818-9400
Sales MM/FX	+49 511 9818-9460
Sales Europe	+352 452211-515

Origination & Syndicate

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

Treasury

Collat. Management/Repos	+49 511 9818-9200
Liquidity Management	+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 9818-9550
Frequent Issuers	+49 511 9818-9640

Sales Wholesale Customers

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

Relationship Management

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Australien:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Belgien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Dänemark:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Estland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Finnland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Frankreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Griechenland:

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Indonesien:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Irland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Japan:

Diese Information wird Ihnen lediglich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten für Wertpapiertransaktionen oder Warendermingeschäfte dar. Wenngleich die in dieser Information enthaltenen tatsächlichen Angaben und Informationen Quellen entnommen sind, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich erachten, übernehmen wir keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser tatsächlichen Angaben und Informationen.

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Kanada:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Korea:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Luxemburg:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Neuseeland:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in den Niederlanden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Österreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Polen:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Portugal:

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

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

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

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Schweden:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Schweiz:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Singapur:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in der Tschechischen Republik:

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

Informationen für Empfänger im Vereinigten Königreich:

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

Zusätzliche Informationen für Empfänger in Zypern:

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

Redaktionsschluss: 28. Juni 2023 (08:50 Uhr)