

COVERED BONDS SPECIAL

20. Februar 2017

Skandinavische Covered Bonds: Beliebte Papiere, begrenztes Angebot

AUTOR

Sabrina Miehs
Senior Analyst
Telefon: 0 69/91 32-48 90
research@helaba.de

REDAKTION

Stefan Rausch
Leiter Credit Research

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Der skandinavische Covered Bond Markt erfreut sich allseits großer Beliebtheit. Die Platzierungen in EUR sind meist hoch überzeichnet, gelten sie doch bei vielen Anlegern als sichere Häfen. Ausschlaggebend dafür dürften wohl nicht zuletzt die hohen Länderbonitäten, gute bis sehr gute Bankenratings und die top-gerateten Covered Bonds sein. Für 2017 erwarten wir jedoch nur ein Neuemissionsvolumen von EUR-Benchmark Bonds aus der Region von insgesamt rund 20 Mrd. EUR.
- Der teils als überhitzt geltende Wohnungsmarkt in Schweden und Norwegen tat der guten Stimmung bislang keinen Abbruch. Immerhin setzen die Aufsichtsbehörden eine Reihe von risikominimierenden Maßnahmen in Kraft.
- Doch so ähnlich das Wort für „beliebt“ in den Sprachen Skandinaviens auch klingt (dänisch: populær, schwedisch: populär, norwegisch: populär, finnisch: suosittu), so deutlich unterscheiden sich manchmal die beliebten Märkte untereinander. Unterschiede finden sich historisch bedingt vor allem beim Emittentenmodell, bei den Covered Bond-Arten, in der Größe der aktiven Emittenten und auch in den rechtlichen Rahmenbedingungen.

Wichtige Merkmale der skandinavischen Covered Bond-Märkte im Überblick

	Dänemark	Schweden	Norwegen	Finnland
Länderratings (Fitch/Moody's/S&P)	AAA/Stabil Aaa/Stabil AAA/Stabil*	AAA/Stabil Aaa/Stabil AAA/Stabil*	AAA/Stabil Aaa/Stabil AAA/Stabil*	AA+/Stabil Aa1/Stabil AA+/Stabil*
Aktive Covered Bond-Emittenten	in EUR hauptsächlich Danske Bank u. BRFkredit	Swedbank, Stadshypotek, SEB u. andere bekannte	DNB und Sparebank 1 + Vielzahl kl. Emittenten	Schwed. Nordea, OP Mortgage + neuere Emittenten
Größe des Marktes° (davon EUR-Emissionen)	383 Mrd. EUR (davon etwa 34 Mrd. in EUR)	222 Mrd. EUR (davon etwa 37 Mrd. in EUR)	110 Mrd. EUR (davon etwa 51 Mrd. in EUR)	34 Mrd. EUR
# Emittenten	7	8	25	8
Wohnungsmarkt	Unterschiedl. Preisentwicklung	Überhitzungsgefahr	Überhitzungsgefahr (insbes. Oslo)	Keine Überbewertung
Puffer zum Emittenten-Referenz-Rating	Bis zu 4 Stufen	Bis zu 5 Stufen	Bis zu 5 Stufen	Bis zu 5 Stufen
Mindestüberdeckungsquote	Hypothekendarlehen: 8% der risikogew. Aktiva	2%	Keine (2% derzeit vorgeschlagen)	2% barwertig
Absicherung Kreditrisiko	-	Rückst. Kredite > 60 Tage sind v. der Deckungsrechnung ausgenommen	Rückst. Kredite > 90 Tage sind v. der Deckungsrechnung ausgenommen	Rückst. Kredite > 90 Tage von der Deckungsrechnung ausgenommen
Absicherung Marktrisiken	Ausgleichsprinzip („balance principle“), natürlicher Abgleich, Stress-tests	Inkongruenzen sind zu vermeiden; Deckungsrechnung berücksichtigt Zins- und Währungsstressszenarien	Inkongruenzen sind zu vermeiden; Währungsrisiken sind abzuschern	Zinstest, Derivate sind erlaubt

*nicht vom Staat in Auftrag gegebenes Rating; °= Stand 31.12.2015; # = Anzahl

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Traditionelle Märkte mit unterschiedlicher Struktur

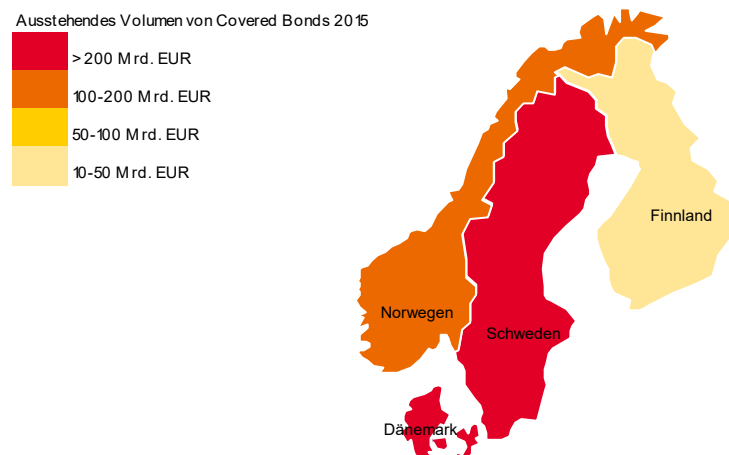
Der skandinavische Covered Bond-Markt erfreut sich allseits großer Beliebtheit. Neben der starken einheimischen Investorenschar ist auch das Interesse von EUR-Investoren beständig hoch. Allein 2016 emittierten Emittenten aus dem Norden rund 26 Mrd. EUR der begehrten Papiere in der Euro-Währung.

Die skandinavischen Covered Bond-Märkte können allesamt auf eine sehr lange Tradition zurückschauen. Allerdings bekamen sie Anfang des 21. Jahrhunderts einen neuen Gesetzesrahmen. Dadurch veränderten sich auch grundlegende Merkmale, wie etwa die Emittentenstruktur. In Schweden, Dänemark und Finnland bedarf es seither nicht mehr einer Spezialbank, um Covered Bonds zu emittieren. Daher finden sich in diesen Ländern neuerdings auch Universalbanken unter den Emittenten.

Covered Bond-Arten: Jeder hat eine, nur Dänemark hat drei

In Schweden wandelten alle Institute nach der Einführung des neuen Gesetzesrahmens nach und nach die bestehenden Papiere in Covered Bonds („Säkerställda obligationer“) um. Auch in Norwegen und Finnland gibt es nur eine Covered Bond Art (Norwegen: Obligasjoner med Fortrinnsrett, Finnland: Katettu joukkolaina). Alle Anleihen entsprechen grundsätzlich den Vorgaben der OGAW-Richtlinie¹ und der CRR (Capital Requirements Regulation) und profitieren damit von der Risikogewichtung in Höhe von 10 % bei der Eigenkapitalunterlegung von Banken-Anlegern bzw. den günstigsten Spread-Risikofaktor bei der Eigenkapitalberechnung der Versicherungsunternehmen. In Dänemark erfüllen die Saerligt Daekkede Obligationer (SDOs) und die Saerligt Daekkede Realkreditobligationer (SDROs) die neuen rechtlichen Anforderungen des dänischen Gesetzesrahmens und der genannten Kapital-Richtlinie bzw. Verordnung. Der einzige Unterschied ist, dass SDRO nur von Spezialbanken emittiert werden. Die alten Realkreditobligationer (ROs) werden ebenfalls nur von Spezialbanken begeben, entsprechen jedoch nicht mehr der CRR.

Vom „Riesen-Markt“ bis zum kleineren Markt – alles dabei



Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

¹ Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), englisch: UCITS

Große Märkte mit hoher systemischer Bedeutung

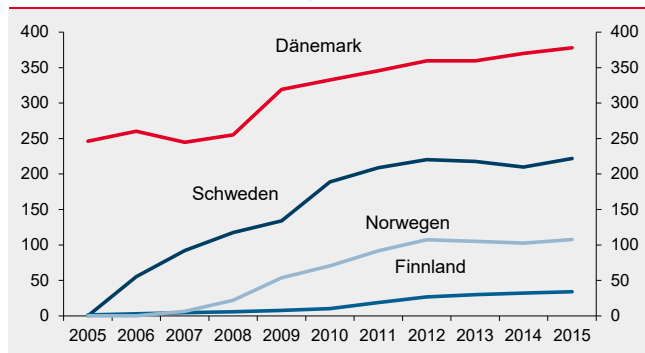
Der dänische Covered Bond-Markt steht dem deutschen Pfandbriefmarkt in seiner Größe um nichts nach. Ende 2015 betrug das Volumen an ausstehenden dänischen Covered Bonds gemäß ECBC (European Covered Bond Council) 383 Mrd. EUR, und lag damit nur knapp hinter dem Pfandbriefvolumen von 384 Mrd. EUR. Kennzeichnend für den dänischen Markt ist, dass der DKK-Covered Bond-Markt mehr als viermal so groß ist wie der für dänische Staatsanleihen. Ähnliches gilt für den schwedischen Markt, dessen Volumen mit 222 Mrd. EUR mehr als doppelt so groß ist wie das der schwedischen Staatsanleihen. Vergleicht man zudem das ausstehende Covered Bond-Volumen mit dem Betrag aller Hypothekenkredite, zeigt sich, dass auch finnische und norwegische Covered Bonds mit knapp 40 % ein bedeutendes Instrument zur Finanzierung des Hypothekenmarkts darstellen. So ist es keine wirkliche Überraschung, dass S&P die systemische Bedeutung der vier Covered Bond Märkte als sehr hoch einschätzt.

Wachstumspotenzial weitgehend ausgeschöpft; Ausnahme Finnland

Wir gehen davon aus, dass das Wachstumspotenzial für Covered Bonds in den meisten skandinavischen Ländern weitgehend ausgeschöpft ist. Dafür sprechen nicht zuletzt die bereits relativ hohe Anzahl an Emittenten, das starke Wachstum von Mitte bis Ende der 2000er Jahre, die rückläufigen Neuemissionen im letzten Jahr und die Maßnahmen der Behörden in Schweden und Norwegen zum Erhalt der durch steigende Immobilienpreisen gefährdeten Kreditqualität. Allerdings sehen wir für den finnischen Markt, der bis jetzt recht viele neue Emittenten mit kleineren Covered Bond-Beständen aufweist, noch Wachstumspotenzial.

Wenig Wachstum zu erwarten

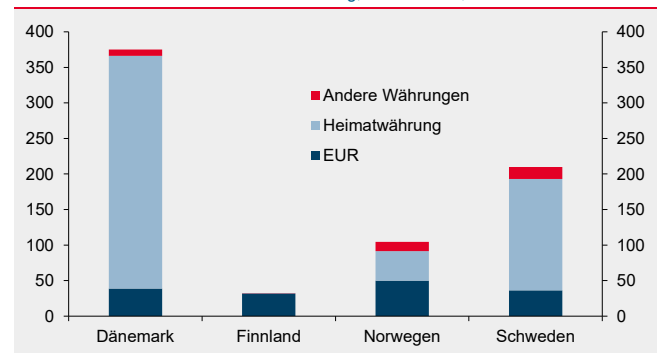
Ausstehendes Covered Bond-Volumen, in Mrd. EUR



Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

Norwegen relativ mit größtem EUR-Volumen

Ausstehende Covered Bonds nach Währung, in Mrd. EUR, Stand: 31.12.2015



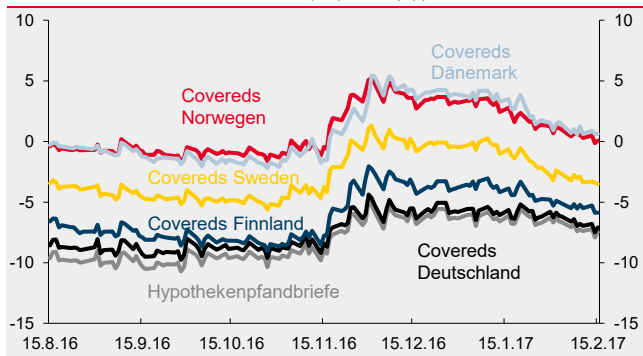
Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

LCR-Fähigkeit erhöht Attraktivität

Alle skandinavischen Covered Bonds entsprechen der Verordnung zur Liquiditätsdeckungsanforderung (LCR) für Kreditinstitute. Sie entsprechen nicht nur den Kriterien des Artikels 52 (4) der OGAW-Richtlinie, sondern auch den Kriterien des Art. 129 der CRR (Ausnahme bei letzterem: Dänische ROs nach 1.1.2008). Demnach fallen sie nach unserem Verständnis bei vorgehaltener Überdeckungshöhe von 2 % unter die LCR-Klasse 1, sofern sie im Benchmark-Format emittiert werden.

Risikoaufschläge im Gleichlauf

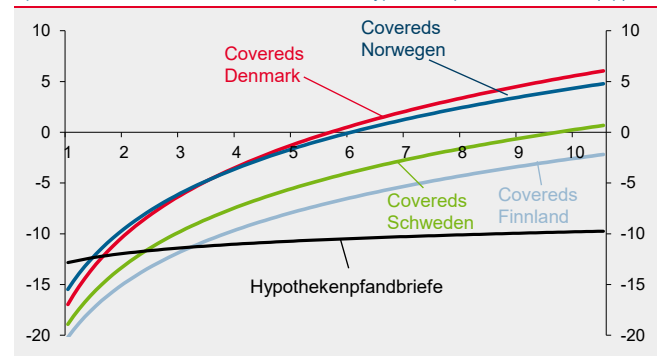
Iboxx EUR Covered Indizes, Asset Swap Spreads (Bp)



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dänische Covered Bonds derzeit mit größtem Pick-up

Spreadunterschiede der Indizes zum Iboxx € Hypothekendarlehen, ASW (Bp)



Quellen: markt, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Spreads über Pfandbrief-Niveau

Die Spreads der skandinavischen Iboxx EUR Covered Bond-Indizes lagen in den letzten Monaten immerhin um bis zu 10 Basispunkte über dem Iboxx EUR Covered Deutschland. Dies halten wir mit Blick auf die grundsätzlich positive Anlegerstimmung gegenüber diesen Papieren für beachtlich. Die Aufschläge dürften vor allem auf das fehlende Interesse der EZB an den Papieren, auf die Größe der EUR-Bestände und die Bekanntheit der Banken zurückzuführen sein. Die Art und Kreditqualität der Deckungsmasse scheinen eher keine prominente Rolle zu spielen. Länderrating und die Bonität der emittierenden Banken sprechen dagegen eher für geringe Risikoaufschläge.

Jüngste gesetzliche und aufsichtsrechtliche Neuerungen positiv

Schweden: Gesetzliche Mindestüberdeckung und Mindesttilgungspflicht seit 2016

Der Rahmen für schwedische Covered Bonds wurde zuletzt weiter verbessert. Seit Juni 2016 müssen schwedische Covered Bonds eine Mindestüberdeckungsquote (zum Nenn- und zum Barwert) von zwei Prozent vorhalten. Gleichzeitig gelten neue Amortisierungsregeln für Kreditnehmer von Hypothekendarlehen. Hypothekendarlehen sind in Schweden überwiegend nicht tilgende, variabel verzinsten Kredite. Bei neuen Krediten mit Beleihungsausläufen über 70 % bedarf es seit Juni 2016 einer Mindesttilgung von 2 % p.a., bei neuen Krediten mit einem Beleihungsauslauf zwischen 50 und 70 % gilt eine Tilgungspflicht von mindestens 1 % p.a. Während die Einführung der Mindestüberdeckungsquote nicht dem Risiko des Produkts geschuldet war, sondern der Abwendung der europäischen Verordnung EMIR zu Clearing-Verpflichtungen von Derivaten in den schwedischen Deckungsmassen galt, ist die Einführung von Mindesttilgungssätzen eine risikominimierende Maßnahme. Da die Schuldsituation der Haushalte weiter hoch bleibt (siehe [Kapitalmarktausblick: Schweden](#) vom November 2016, S. 68), zielen die Maßnahmen vor allem auf die Vermeidung von Folgewirkungen für die schwedische Wirtschaft. Ruhig geworden ist es um die Überlegung zur Einführung einer Obergrenze für die Privatverschuldung, obwohl diese bereits 2015 vom IWF empfohlen und auch von der schwedischen Zentralbank gefordert worden war (siehe Covered Bond Special: Schwedische Covered Bonds vom 10. März 2016).

Norwegen: Regelungen zum Erhalt der Kreditqualität; Mindestüberdeckung vorgeschlagen

Auch Norwegen sieht sich infolge der Niedrigzinspolitik der Zentralbank einem anhaltenden Hauspreisanstieg und einer hohen privaten Verschuldung ausgesetzt. In Oslo stiegen die Preise 2016 mit 20 % besonders rasant. Seit Anfang 2017 gelten in Norwegen einige Regelungen, die mögliche Risiken aus diesen Entwicklungen begrenzen sollen. Darunter fallen unter anderem eine maximale Beleihungsquote für Zweithäuser in Oslo von 60 % und für endfällige Darlehen (die seit 2015 vorgegebene Beleihungsquote für Wohnimmobilienkredite bleibt bei 85 %), das Verhältnis von Schulden zum Bruttojahreseinkommen (Schuldenquote) ist nunmehr auf das Fünffache begrenzt und Kreditgeber müssen einen 5 %-igen Zinsanstieg bei der Berechnung der

Schuldenquote berücksichtigen.

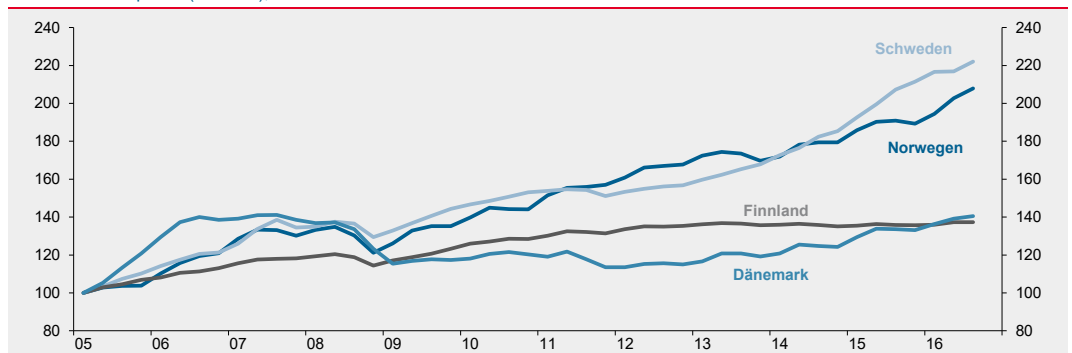
Neueste Vorschläge des Finanzministeriums zielen, ähnlich dem schwedischen Beispiel, auf eine Einführung einer Mindestüberdeckungsquote von 2 % zur Abwendung von Abwicklungsvorgaben für Derivate in der Deckungsmasse gemäß EMIR ab. Für norwegische Covered Bonds sind Zins- und Währungsswaps genauso wichtig wie für das schwedische Äquivalent, besteht doch ein Großteil der Deckungsmassen aus variabel verzinsten Hypothekendarlehen in heimischer Währung und wird zum Teil durch festverzinsliche EUR-Papiere finanziert. Die Einführung dürfte die Attraktivität der norwegischen Covered Bonds allerdings nicht belasten, weisen doch alle bereits deutlich höhere Überdeckungsquoten vor.

Auch die Ratingagentur Moody's, die eine Hauspreiskorrektur in Norwegen für „möglich und vielleicht wahrscheinlich“ hält, bewertet die Maßnahmen als positiv für Banken und Covered Bonds, da sie eine Verschlechterung der Kreditqualität verhindern könnten. Ferner sieht die Agentur norwegische Covered Bonds durch ihre gute Kreditqualität und durch ihre Absicherungsmechanismen, wie starke Mutterbanken und hohe Überdeckung, gut aufgestellt, um moderaten Hauspreiskorrekturen zu widerstehen².

Gemäß einem Bericht von S&P könnte die für Norwegen vorgeschlagene Umsetzung der Restrukturierungs- und Abwicklungsrichtlinie (BRRD) aufgrund des besseren Schutzmechanismus zu einer Bonitätsverbesserung der Papiere bzw. zu einem höheren Puffer zum Emittenten-Referenz-Rating sowie zu einer niedrigeren ratingerhaltenden Überdeckung führen. Konkret bedeutet dies laut Agentur, dass die Ratings der Eiedomskredit von ‚AA+‘ auf ‚AAA‘ erhöht werden könnten.

Seit Jahren starker Hauspreisanstieg in Schweden und Norwegen

Wohnimmobilienpreise (Eurostat), 2005 = 100



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Dänemark: Immobilienpreis-Risiken im Blick

Bereits Ende 2014 hatte die dänische Finanzaufsicht einige ab 2018 bzw. ab 2020 geltende Grenzen veröffentlicht (bekannt als sogenannter „Supervisory Diamond“), um einen robusteren Hypothekenkreditmarkt zu etablieren. Darunter fällt das Ziel, das Volumen nicht-amortisierender bzw. jährlich revolvingender Kredite zu verringern. So schränken die Vorgaben des Supervisory Diamond u.a. das Volumen von nicht-amortisierenden Hypothekenkrediten mit einer Beleihungsquote über 75 % auf 10 % des Gesamtkreditvolumens ein. Zudem wird eine höhere Eigenkapitalbildung der Immobilienkäufer gefordert. Daneben empfiehlt die Finanzaufsicht, dass Kreditnehmer eines Darlehens mit veränderbarem Zinssatz (adjustable rate mortgage) in Gegenden mit überdurchschnittlich starkem Anstieg der Hauspreise bei der Berechnung der Schuldenquote einer strengeren Methodik unterzogen werden.

² Moody's: Covered Bonds Well-Placed Amid Rising Housing Market Risks In Oslo vom 6.Feb.2017, Norway's New Requirements for Residential Mortgage Loans Are Credit Positive for Banks, vom 19. Dez. 2016



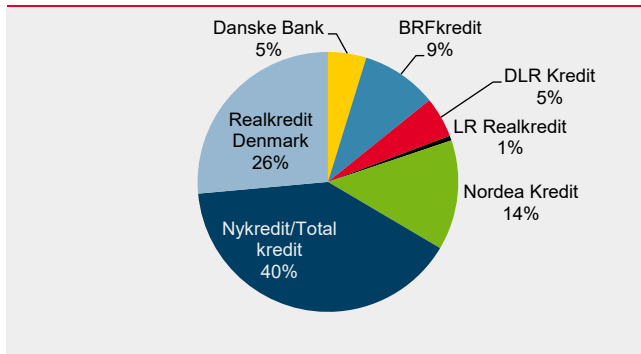
Marktüberblick: Dänische Covered Bonds

Die beiden größten Emittenten, Nykredit Realkredit (einschl. Totalkredit) und Realkredit Denmark, vereinen über 60 % des Marktes auf sich und emittieren überwiegend in heimischer Währung. Von den sieben dänischen Emittenten ist die Danske Bank mit einem Covered Bond-Volumen von etwa 16 Mrd. EUR per Ende 2016 die größte EUR-Emittentin.

Die Deckungswerte und die Anleihen werden bei den Spezialbanken sogenannten „capital centres“ bzw. bei den Univeralbanken Deckungsregistern zugeteilt. Dadurch können Emittenten ihre Deckungsmassen individuell ausgestalten. So unterhält beispielsweise die Danske Bank einen Cover Pool (Deckungsmasse) C (C = commercial), einen Cover Pool D (D=domestic) und einen Cover Pool I (I=international). Die BRFkredit u.a. ein Capital Centre E und ein Capital Centre B. Als Besonderheit gelten die Junior Covered Bonds (senior secured debt), die als Teil der neuen Gesetzgebung 2007 eingeführt wurden. Sie stehen entsprechend ihrem Namen den anderen dänischen Covered Bonds im Rang nach und dienen der Generierung von Überdeckung und Ersatzdeckung.

Größte DKK-Emittenten: Nykredit und Realkredit

Marktanteil auf Basis ausstehender Covered Bonds

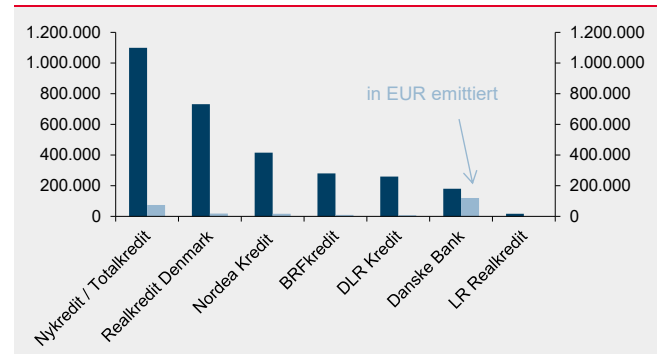


Stand 30.09.2016

Quellen: Emittenten websites, Helaba Volkswirtschaft/Research

Emissionen der Danske Bank häufig in EUR

Ausstehende Covered Bonds und davon EUR-Emissionen, in Mio. DKK



Stand 30.09.2016

Quellen: Emittenten websites, Helaba Volkswirtschaft/Research

„Balance principle“ als Besonderheit

Ein traditionelles Merkmal des dänischen Covered Bond Systems ist die Anforderung, Deckungswerte und Covered Bonds nach dem sogenannten „balance principle“ (Ausgleichsprinzip) zu steuern. Zahlungseingänge und Zahlungsausgänge sollen auf einander abgestimmt sein. Hierfür gibt der Rechtsrahmen einige Anforderungen für das Management von Emissionen sowie die Steuerung von Zins-, Währungs-, Liquiditäts- und Refinanzierungsrisiken vor. Je nachdem, welches balance principle gewählt wird, sind die Anforderungen an den Abgleich zwischen Aktiva und Passiva strenger (specific balance principle) oder flexibler (general balance principle).

Traditionell praktizieren Hypothekenbanken³ eine Aktiv-/Passivsteuerung, die wenige Inkongruenzen entstehen lässt. Langlaufende Kredite werden allerdings häufig mit teils sehr kurz laufenden Bonds finanziert. In den Capital Centres bezieht sich jedes Hypothekendarlehen auf einen oder mehrere Covered Bonds. Aufstockungen („taps“) finden zum Teil täglich statt, um zukünftige Zahlungsströme der zu begebenden Anleihen mit den ausgezahlten Krediten abzugleichen. Die Rückzahlung einzelner Bonds ist jedoch nicht an die Rückzahlung einzelner Deckungswerte gebunden. Trotzdem wird das System häufig als „Pass-Through“-System bezeichnet, da die Hypothekenbank Kredit und Bond genau aufeinander abstimmt⁴. Es lässt sich jedoch unseres Erachtens nicht mit

³ Geschäftsaktivitäten der Hypothekenbank sind nur auf Kreditvergabe und Finanzierung über Covered Bonds ausgelegt. Es dürfen daher nur Kredite vergeben werden, die sich als Deckungswerte qualifizieren.

⁴Fällige Bonds, die Kredite mit variablem Zinssatz finanzieren (adjustable mortgage rate loans) werden durch zwei bis vier Refinanzierungs-Auktionen pro Jahr ersetzt. Der Kreditnehmer ist verpflichtet, die Refinanzierungskosten zu tragen. Bei steigenden Zinsen führt dies dementsprechend zu höheren Zahlungsverpflichtungen für den Kreditnehmer.

den sogenannten Conditional Pass-Through Covered Bonds aus anderen Ländern (z.B. Niederlande) gleichstellen, deren Laufzeit sich unter bestimmten Bedingungen direkt an den Laufzeiten der Kredite ausrichtet. Aus Anlegersicht sichert auch im dänischen Modell die gesamte Deckungsmasse wie üblich die Rückzahlung der Papiere ab. Dennoch erlaubt dieses System (oft ist eine ISIN jahrelang für Tap-Emissionen offen), das „balance principle“ täglich einzuhalten.

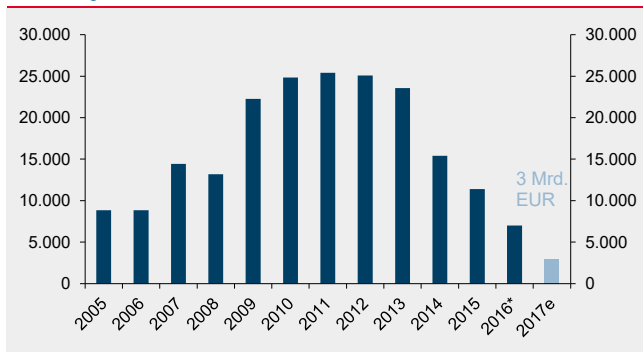
Universalbanken steuern Aktiva und Passiva in der Praxis nach dem allgemeinen etwas flexibleren „general balance principle“. Marktrisiken werden zusätzlich durch Swaps abgesichert.

Der Rechtsrahmen beinhaltet ferner einen Soft Bullet Mechanismus (Verlängerung um jeweils ein Jahr), um das Refinanzierungsrisiko der Covered Bonds zu minimieren, wenn die Kreditlaufzeit länger ist als die Laufzeit der Bonds und die Anleihen im Krisenfall nicht durch neue Papiere ersetzt werden können.

Die Eigenkapitalausstattung von mindestens 8 % der risikogewichteten Aktiva gilt für Hypothekendarlehen nicht nur auf Institutsebene, sondern auch auf der Ebene jedes einzelnen capital centres. Die Überdeckung ist Teil der Deckungsmasse und wird im Insolvenzfall der Bank zunächst ausschließlich zur Deckung der Zahlungsverpflichtungen gegenüber den Covered Bond-Gläubigern genutzt.

Rückläufiges EUR-Neuemissionsvolumen erwartet

Entwicklung EUR-Neuemissionen, in Mio. EUR

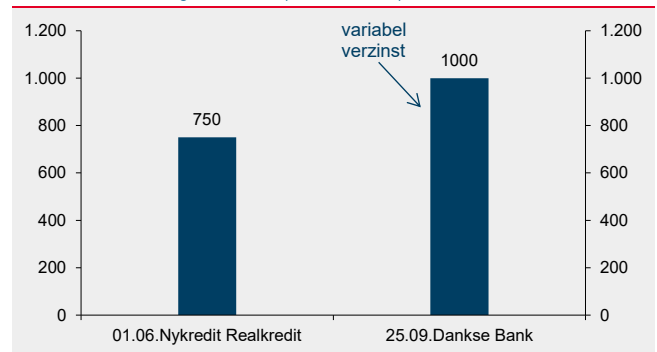


*EUR-Neuemissionen lt. Bloomberg

Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

2017 kaum EUR-Fälligkeiten

EUR-Benchmark Fälligkeiten 2017 (festverzinslich)



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

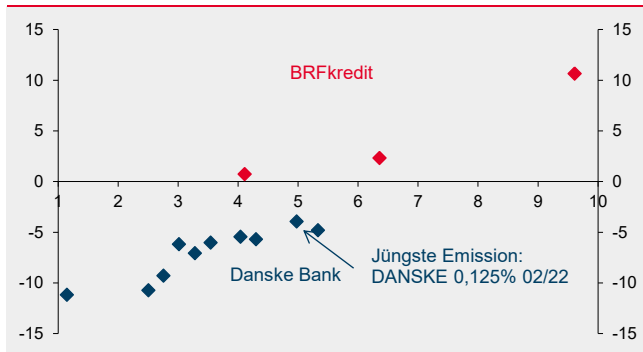
In diesem Jahr stehen nur wenige großvolumige Fälligkeiten dänischer Emittenten an, so dass wir von einem Emissionsvolumen in EUR von 3 Mrd. ausgehen, das damit deutlich unter dem EUR-Neuemissionsvolumen des Vorjahres von 5 Mrd. liegen dürfte. Die Danske Bank begab Anfang Februar bereits ein 5-jähriges Papier in Höhe von 1 Mrd. EUR. Das Pricing lag zwei Basispunkte unter Swapsatz. Allerdings trat mit der BRFkredit (Tochter der Jyske Bank) letztes Jahr ein dänischer Emittent neu auf dem EUR-Primärmarkt auf, der auch dieses Jahr für neues Material aus dem dänischen Markt sorgen könnte.



Spreadlandschaft, wesentliche Merkmale und Kennzahlen

Jüngster Danske-Jumbo stark überzeichnet

Dänische Covered Bonds des iboxx € Covered ASW (Bp.), Stand: 20.02.2017



Quellen: markit, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Marktprofil und wesentliche Spreadtreiber

- Neben dem Pfandbriefmarkt größter Covered Bond-Markt, Titel hauptsächlich in heimischer Währung, starker heimischer Markt
- Covered Bond-Markt in EUR: 34 Mrd.
- Danske cover pool C und I mit nicht-dänischen Deckungswerten
- Gleichgewichts- oder Kongruenzprinzip (balance principle) beschränkt Markt- und Liquiditätsrisiken
- Hohe Transparenz
- Positive Investoreneinstellung ggü. Dänemark

Merkmale ausgewählter dänischer Covered Bonds im Überblick

	Danske Bank	Danske Bank	Nykredit	Realkredit Danmark	BRFkredit
Stand Q3 2016	Cover Pool C	Cover Pool I	Capital Centre H	Cap.Centre T	Capital Centre E
	SDO	SDO	SDO	SDRO	SDO
Covered Bond Rating (Fitch/Moody's/S&P)	AAA/Aaa/-	-/-/AAA	-/-/AAA	-/-/AAA	-/-/AAA
Emittenten-Rating (Fitch/Moody's/S&P)	-/A2/A	-/A2/A	A/Baa1/A	A/-/	-/-/A-
Unused notches of uplift (S&P)	3	3	3	3	2
Ausstehende Covered Bonds in Mrd. DKK (Mrd. EUR)	43,5 (5,8)	104,9 (14,1)	572,8 (76,9)	501,6 (67,3)	249,4 (33,5)
Genutzter Rückzahlungstyp (It.S&P)	Soft Bullet	Soft Bullet	Hard Bullet + Soft Bullet	Hard Bullet + Soft Bullet	Soft Bullet
Volumen Deckungsmasse in Mrd. DKK (Mrd. EUR)	55,6 (7,5)	118,0 (15,8)	603,1 (81,0)	458,4 (61,6)	265,5 (35,6)
Nominale Überdeckung	32,2%	12,7%	5,3%	9,4%	6,8%
Art der Deckungswerte	30% wohnw. 70% gewerbl.	100% wohnw.	77% wohnw. 23% gewerbl.	60% wohnw. 40% gewerbl.	87% wohnw., 13% gewerbl.
Durchschnittlich gewichteter Beleihungsauslauf (indeziert) (S&P)	54,5%	56,2%	65,5%	k.A.	66,8%
Festverzinsliche Deckungswerte	27,6%	48,4%	-	0,0%	69,9%
Rechnerisch erwarteter Kreditverlust (S&P's WAFF&WALS)	11,2%	4,2%	5,9%	6,3%	6,9%
Durchschn. gew. Laufzeit der Deckung - Bonds (Jahren) (S&P)	-0,73	15,15	-0,48	-1,31	-0,93
Covered Bond Label/HTT	JA/JA	JA/JA	JA/JA	JA/JA	JA/JA

Daten zur Deckungsmasse: Danske Bank: 31.12.2016, Nykredit Realkredit: 30.09.2016; Realkredit Danmark 31.12.2016, BRFkredit 30.09.201; Kennzahlen von Moody's, Stand: 30.06.2016
 Quellen: Emittenten Homepage, S&P, Helaba Volkswirtschaft Research



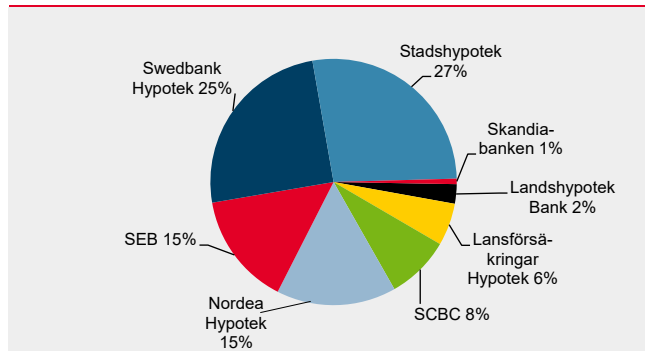
Marktüberblick: Schwedische Covered Bonds

Die zwei großen Emittenten Stadshypotek und Swedbank Hypotek vereinen etwa 52 % des Marktes auf sich, obwohl am schwedischen Markt immerhin acht Emittenten agieren. SEB und Nordea Hypothek stehen allein für 30 % des Marktes. Die meisten schwedischen Emittenten unterhalten nur eine Deckungsmasse. Ausnahmen sind die Stadshypotek, die eine schwedische, norwegische und finnische Deckungsmasse steuert, aus der die Bank getrennt nach schwedischem Covered Bond-Rechtsrahmen emittiert. Die Nordea Bank nutzt ihre verschiedenen Tochtergesellschaften bzw. Filialen zur Emission von Covered Bonds, von der nur die Nordea Hypotek eine schwedische Deckungsmasse unterhält und unter schwedischem Rechtsrahmen emittiert.

Wir gehen nicht davon aus, dass das Gesamtvolumen 2017 weiter ansteigen wird. Dafür spricht vor allem der überhitzte Häusermarkt (siehe Covered Bond Special Schwedische Covered Bonds vom 10. März 2016). Zwar kündigte die dänische Danske Bank die Gründung eines schwedischen Covered Bond-Emittenten für ihre schwedischen Immobilienfinanzierungen an. Deren Emissionen dürften gemessen am Gesamtmarkt jedoch kaum ins Gewicht fallen.

4 Kreditinstitute teilen sich den Großteil des Marktes

Marktanteil auf Basis ausstehender Covered Bonds

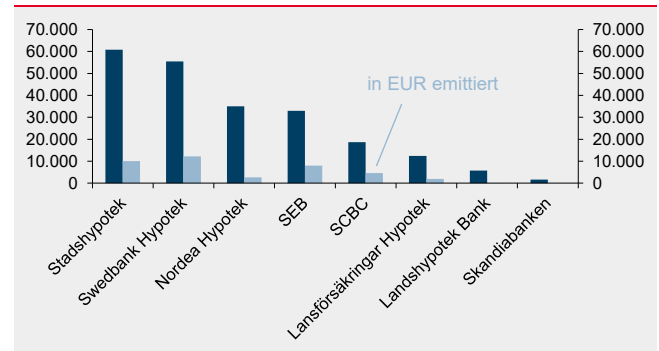


Stand: 30.09.2016

Quellen: Emittenten-Homepage, Helaba Volkswirtschaft/Research

EUR-Anteil macht bis zu 25 % der Emissionen aus

Ausstehende Covered Bonds und davon EUR-Emissionen, in Mio. SEK



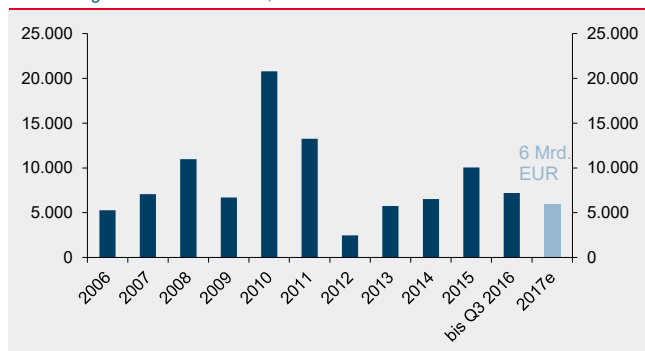
Stand: 30.09.2016

Quellen: Emittenten-Homepage, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wegen der anhaltenden Covered Bond-Käufe der EZB stieg das Interesse von Anlegern an Papieren, die nicht unter das Programm fallen. Dazu zählten in den vergangenen Jahren auch die höchst kreditwürdigen schwedischen Covered Bonds. Anleger in schwedischen EUR-Covered Bonds dürften auch in diesem Jahr im Vergleich zu Pfandbriefen von höheren Risikoaufschlägen profitieren. So emittierte die SBAB ein 7-jähriges Papier von 1 Mrd. EUR mit einem Emissions-spread von 2 Basispunkten. Die Stadshypotek platzierte jüngst 500 Mio. EUR mit einem Spread von 1 Basispunkt unter Swapsatz. Dagegen begab die LBWW einen 7-jährigen Hypothekenpfandbrief mit einem Risikoabschlag von 10 Basispunkten und die Société Générale SFH eine gedeckte Schuldverschreibung mit einem Abschlag von 3 Basispunkten zum Swapsatz.

Erwartetes Neuemissionsvolumen von 6 Mrd. EUR

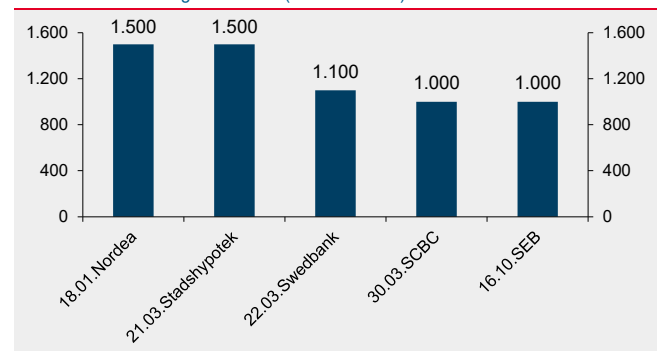
Entwicklung EUR-Neuemissionen, in Mio. EUR



Quellen: ECBC, Swedish Banker's Association Helaba Volkswirtschaft/Research

Viele EUR-Fälligkeiten in Q1 2017

EUR-Benchmark Fälligkeiten 2017 (festverzinslich)



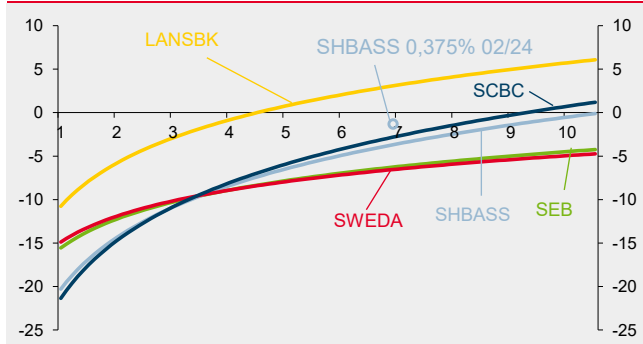
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research



Spreadlandschaft, wesentliche Merkmale und Kennzahlen

Neues Stadshypotek-Papier nah an der Kurve

EUR Benchmark schwed. Covered Bond, 1-10J. ASW (Bp.), Stand: 09.02.2017



SHBASS = Stadshypotek; SCBC = Swedish Covered Bond Company; LANSBK = Lansforsakringar Bank; SWEDA= Swedbank

Quellen: markt, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Marktprofil und wesentliche Spreadtreiber

- Fünftgrößter Covered Bond Markt, Papiere hauptsächlich in heimischer Währung, starker heimischer Markt
- Covered Bond-Markt in EUR: 37 Mrd.
- Überwiegend wohnwirtschaftliche Deckung, recht homogene Kreditqualität
- Immobilienmarkt mit Überhitzungsgefahr, jedoch häufig hohe Überdeckungsquoten
- Gute bis sehr gute Bankratings
- Vereinzelt noch reine Hard Bullet Programme

Merkmale ausgewählter schwedischer Covered Bonds im Überblick

Stand Q3 2016	Swedbank	Stadshypotek [#]	SEB	SCBC	Nordea
Covered Bond Rating (Fitch/Moody's/S&P)	-/Aaa/AAA	-/Aaa/-	-/Aaa/-	-/Aaa/-	-/Aaa/AAA
Emittenten-Rating (Fitch/Moody's/S&P)	AA-/Aa3/AA-	AA-/AA-	AA-/Aa3/A+	-/A2-/A	AA-/Aa3/AA-
TPI-Puffer (Moody's)	5	6	5	3	5
Ausstehende Covered Bonds in Mrd. SEK (Mrd. EUR)	524,8 (54,5)	550,4 (57,2)	311,8 (32,4)	176,2 (18,3)	330,8 (34,4)
Genutzter Rückzahlungstyp	Hard Bullet	Hard Bullet+ Soft Bullet	Hard Bullet	Hardt Bullet+ Soft Bullet	Hard Bullet
Deckungsmasse in Mrd. SEK (Mrd. EUR)	856,3 (89,0)	621,4 (64,6)	496,3 (51,6)	239,7 (24,9)	491,7 (51,1)
Nominale Überdeckung	63,1%	12,9%	59,1%	36,0%	53,0%
Durchschnittlich gewichteter Beleihungsauslauf	51,2%	51,3%	56,0%	55,9*%	51,0%
Festverzinsliche Deckungswerte	28,0%	54,0%	25,0%	35,3%	22,0%
Rechnerisch erwarteter Kreditverlust (S&P's WAFF&WALS)	1,6%	-	-		1,9%
Rechnerisch erwarteter Kreditverlust (Moody's Collateral Score)	5,1%	5,0%	5,0%	5,1%	5,5%
Zins-, Währungs- u. Refinanzierungsrisiko (Moody's Market Risk)	8,4%	8,6%	8,4%	9,2%	7,6%
Covered Bond Label/HTT	JA/JA	JA/JA	JA/JA	JA/JA	JA/JA

[#]Schwedische Deckungsmasse; *nicht indiziert

Daten zur Deckung, Stand: 30.09.2016; Kennzahlen von Moody's, Stand: 30.06.2016

Siehe Covered Bond Focus Nordea vom 27.1.17, SEB vom 20.10.2016 und Swedbank vom 25.10.2016

Quellen: Homepage der Emittenten, Moody's, Helaba Volkswirtschaft Research

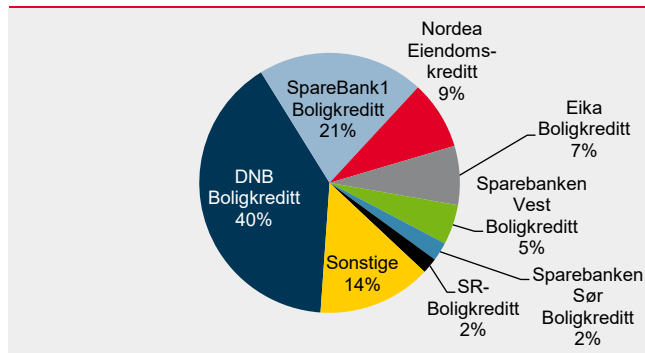


Marktüberblick: Norwegische Covered Bonds

Mit etwa 40% Marktanteil ist die DNB Boligkredit (DNBNO) der größte norwegische Covered Bond-Emittent. Die Tochtergesellschaft der DNB ASA ist wie alle norwegischen Emittenten ein Spezialkreditinstitut. Norwegens Covered Bond-Markt hat trotz der dominierenden DNB Boligkredit über zwanzig Emittenten zu bieten. Die drei nächstgrößeren Häuser SpareBank1 Boligkredit (SPABOL), Eika Boligkredit (EIKBOL) und ein Tochterinstitut der schwedischen Nordea Bank, die Nordea Eiendoms-kredit, vereinen immerhin weitere 37 % auf sich. Norwegische Emittenten unterhalten jeweils nur eine Deckungsmasse.

Dominanz der Top 3

Marktanteil auf Basis ausstehender Covered Bonds

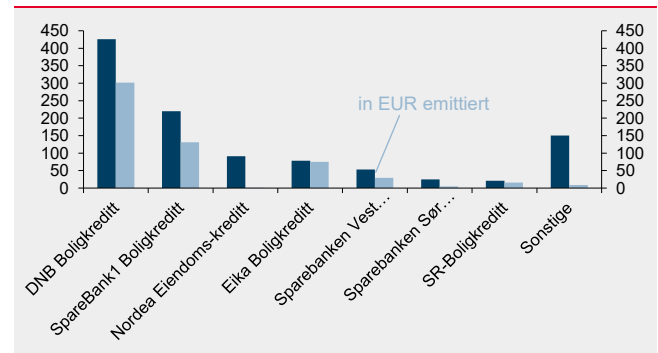


Stand 30.09.2016

Quellen: Finans Norge, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ähnliches Bild bei EUR-Beständen

Ausstehende Covered Bonds und davon EUR-Emissionen, in Mrd. NOK



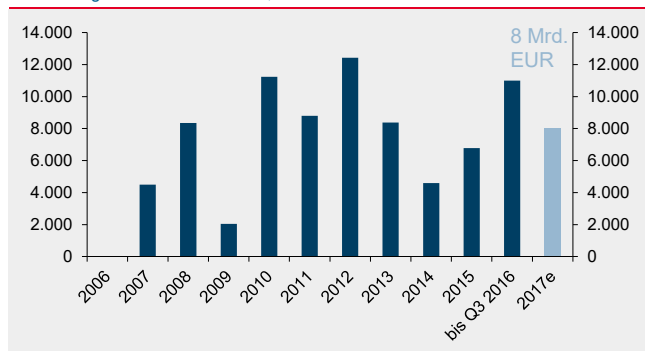
Stand: 30.09.2016

Quellen: Emittenten websites, Helaba Volkswirtschaft/Research

Für 2017 gehen wir nicht davon aus, dass das Gesamtvolumen weiter ansteigen wird. Dafür sprechen nicht zuletzt der überhitzte Häusermarkt und die neuen aufsichtsrechtlichen Maßnahmen. Allerdings sehen wir den gesamten Finanzierungsbedarf an Covered Bonds für dieses Jahr noch nicht gedeckt. Nimmt man das Fälligkeitsprofil der ausstehenden Covered Bonds als Indikator für den künftigen Emissionsumfang, zeichnet sich bis Ende 2017 noch ein Refinanzierungsbedarf von etwa vier Milliarden EUR ab. Seit Jahresbeginn begaben DNBNO, SPABOL, EIKBOL und Sparebank Vest bereits Papiere im Volumen von 4 Mrd. EUR. Wir rechnen daher damit, dass sich insbesondere die DNBNO, aber auch die SPABOL in den kommenden Monaten nochmals am Primärmarkt zeigen werden.

Erwartetes Neuemissionsvolumen entspricht ...

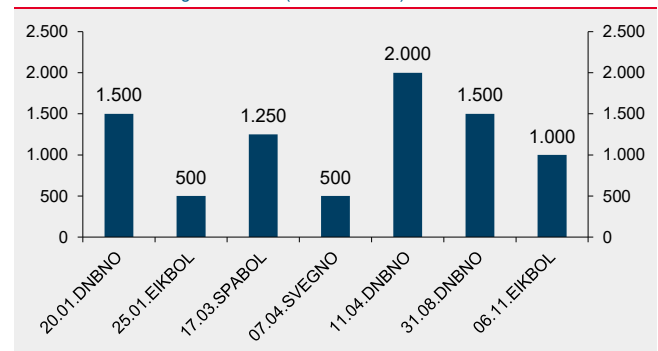
Entwicklung EUR-Neuemissionen, in Mio. EUR



Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

...Fälligkeiten von rund 8 Mrd. EUR

EUR-Benchmark Fälligkeiten 2017 (festverzinslich)



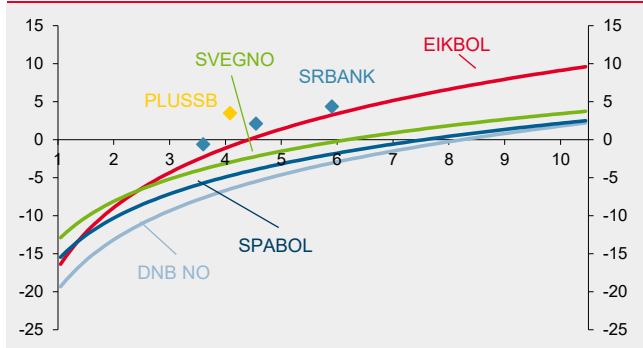
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research



Spreadlandschaft, wesentliche Merkmale und Kennzahlen

Große Emittenten mit deutlich kleineren Aufschlägen

EUR Benchmark norweg. Covered Bond, 1-10J. ASW (Bp.), Stand: 20.02.2017



SVEGNP= SparebankVest Boligkredit; SRBANK= SR Boligkredit;

PLUSSB=Sparebanken Soer Boligkredit

Quellen: markt, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Marktprofil und wesentliche Spreadtreiber

- Mittelgroßer Markt, starker heimischer Markt
- Covered Bond Markt in EUR: 51 Mrd., große Anzahl von Emittenten
- Überwiegend wohnwirtschaftliche Deckung, recht homogene Kreditqualität
- Immobilienmärkte vereinzelt mit Überhitzungsgefahr (Oslo)
- Gute bis sehr gute Bankratings, stabile Bonitätsaussichten
- Überwiegend Soft Bullets

Merkmale ausgewählter norwegischer Covered Bonds im Überblick

Stand Q3 2016	DNB Boligkredit	SpareBank 1 Boligkredit*	Eika Boligkredit**	Sparebanken Vest	SR-Boligkredit***
Covered Bond Rating (Fitch/Moody's/S&P)	AAA/Aaa/AAA	AAA/Aaa/-	-/Aa2/-	AAA/Aaa/-	-/Aaa/-
Emittenten-Rating bzw. Rating der Mutterbank (Fitch/Moody's/S&P)	-/Aa2/A+ (DNB Bank)	A-/-/*	-/-**	-/A1/- (Sparebanken Vest)	-/A1/-***
TPI-Puffer (Moody's)	4	4	1	5	4
Ausstehende Covered Bonds in Mrd. NOK (Mrd. EUR)	420,6 (46,9)	190,2 (21,2)	72,9 (8,1)	29,8 (3,3)	21,9 (2,4)
Genutzter Rückzahlungstyp	Soft Bullet	Soft Bullet	Soft Bullet	Soft Bullet	Soft Bullet
Deckungsmasse in Mrd. NOK (Mrd. EUR)	597,0 (66,5)	206,6 (23,0)	79,6 (8,9)	54,5 (6,1)	27,6 (3,1)
Nominale Überdeckung	42,0%	8,6%	9,2%	15,2%	27,4%
Durchschnittlich gewichteter Beleihungsauslauf	53,9%	49,9%	41,6%	54,1%	54,8%
Festverzinsliche Deckungswerte	9,0%	0,0%	4,7%	10,3%	0,0%
Rechnerisch erwarteter Kreditverlust (S&P's WAFF&WALS)	4,0%	-	-	-	-
Rechnerisch erwarteter Kreditverlust (Moody's Collateral Score)	5% (3,4%)	5% (2,6%)	5% (2,0%)	5% (4,4%)	5% (3,3%)
Zins-, Währungs- u. Refinanzierungsrisiko (Moody's Market Risk)	8,2%	5,6%	7,0%	5,5%	5,9%
Covered Bond Label/HTT	JA/JA	JA/JA	JA/JA	NEIN/NEIN	JA/JA

*Sparebank 1 Boligkredit's Eigentümer sind Sparkassen der Sparebank 1 Alliance.

** Eika Boligkredit's Eigentümer sind 72 kleine und mittelgroße Norwegische Banken (die Eika Banks) und OBOS.

*** SR-Boligkredit's Eigentümer ist SpareBank 1 SR-Bank ASA; Covered Bond Rating ist angebunden an die Finanzstärke der Emittenten-Mutter

Daten zur Deckungsmasse, Stand: 30.09.2016; Kennzahlen von Moody's, Stand: 30.06.2016

Quellen: Homepage der Emittenten, Moody's, Helaba Volkswirtschaft Research



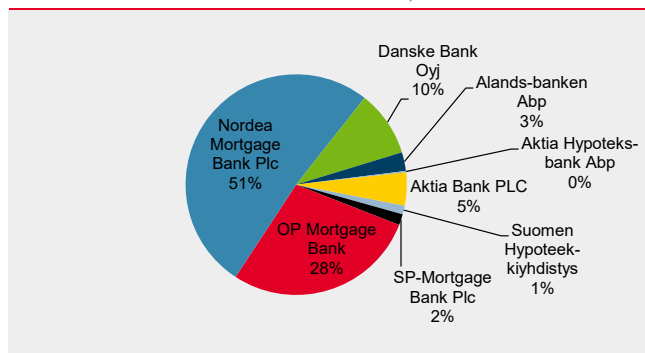
Marktüberblick: Finnische Covered Bonds

Der finnische Covered Bond-Markt ist noch sehr von dem ursprünglich geltenden Spezialbankenprinzip geprägt, das 2010 durch das neue Gesetz abgelöst wurde. Trotz starker Marktpräsenz der schwedischen Nordea Bank durch ihre Tochtergesellschaft Nordea Mortgage Bank (2016 wurden alle Covered Bonds von der Nordea Bank Finland auf die neu gegründete Nordea Mortgage Bank übertragen) weist die finnische OP Mortgage Bank, das Emissionshaus der genossenschaftlichen OP Financial Group, mit knapp 9 Mrd. EUR ebenfalls ein großes Covered Bond-Volumen vor. Sp Mortgage Bank und Suomen Hypoteekkiyhdistys (oder The Mortgage Society of Finland) sind Neulinge des Jahres 2016, nach dem Debut der Alandsbanken im Jahr 2015.

Hervorzuheben ist die inhaltliche Nähe des finnischen Covered Bond-Rechtsrahmen zum Pfandbriefgesetz. Viele Elemente scheinen vom deutschen Vorbild übernommen worden zu sein. Dazu zählen die Anforderungen für eine Emissionslizenz und, im Insolvenzfall, die Errichtung einer rechtlich getrennten Einheit aus den Deckungswerten. Im Unterschied zum Pfandbriefgesetz gibt es jedoch nur eine Covered Bond-Art. Zudem kann die Deckungsmasse sowohl Hypothekenkredite als auch Forderungen an den öffentlichen Sektor beherbergen. Zu den weiteren Unterschieden zählen die etwas höhere Beleihungsquote bei wohnwirtschaftlichen Hypothekendarlehen von 70 % und bei einigen Covered Bonds auch der Gebrauch von Fälligkeitsverschiebung (Soft Bullet).

Schweden-Bank dominiert in Finnland

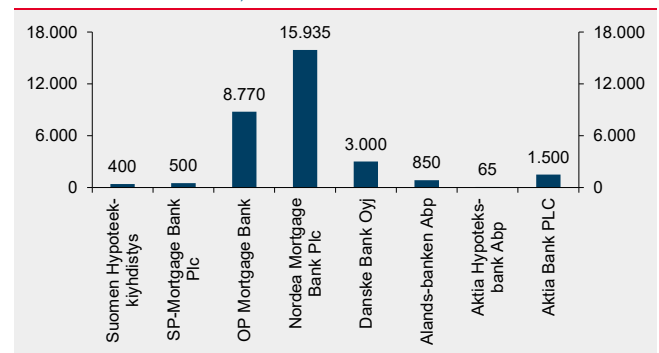
Marktanteil auf Basis ausstehender Covered Bonds ; Stand: 17.01. 2017



Quellen: Emittenten websites, Helaba Volkswirtschaft/Research

Viele neue Namen prägen den Markt

Ausstehende Covered Bonds, Stand: 17.01.2017

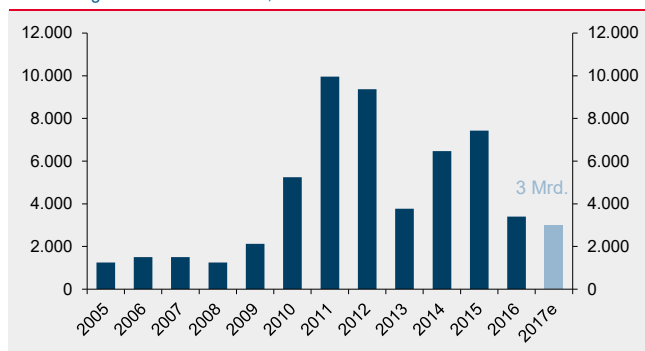


Quellen: Emittenten websites, Helaba Volkswirtschaft/Research

In diesem Jahr stehen nur wenige großvolumige Fälligkeiten finnischer Emittenten an, so dass wir mit einem Emissionsvolumen in EUR von 3 Mrd. EUR ausgehen. Allerdings schließen wir nicht aus, dass neben der OP Mortgage und Nordea Mortgage Bank auch der ein oder andere neue Emittent der letzten zwei Jahre sich am Primärmarkt zeigt.

2017: 3 Mrd. Neuemissionen erwartet

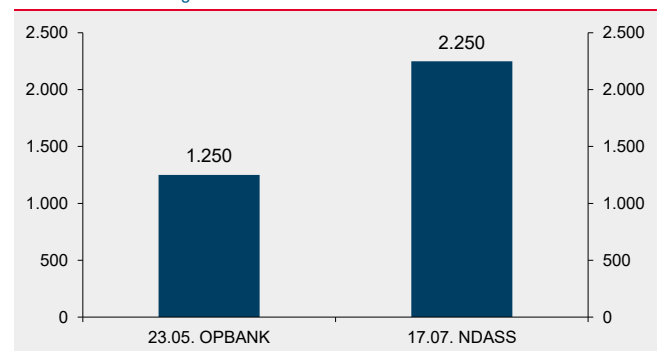
Entwicklung EUR-Neuemissionen, in Mio. EUR



Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kleiner Markt mit wenig Benchmark-Fälligkeiten 2017

EUR-Benchmark Fälligkeiten 2017



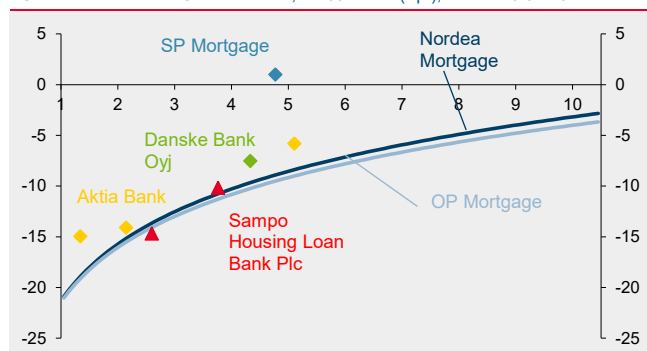
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research



Spreadlandschaft, wesentliche Merkmale und Kennzahlen

Sp Mortgage Bond mit großem Spreadunterschied

EUR Benchmark finn. Covered Bond, 1-10J. ASW (Bp.), Stand: 20.02.2017



Quellen: markt, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Marktprofil und wesentliche Spreadtreiber

- Kleiner Markt
- Covered Bond Markt in EUR: 34 Mrd.
- Anzahl der Emittenten stark gewachsen
- Gute Kreditqualität
- Keine Währungsrisiken
- Gute Bankratings, stabile Bonitätsaussichten
- Covered Bonds fallen unter EZB-Ankaufsprogramm

Merkmale ausgewählter finnischer Covered Bonds im Überblick

	Nordea Mortgage Bank	OP Mortgage Bank	Danske Bank Oyj	Aktia Bank PLC	Sp Mortgage Bank*
Covered Bond Rating (Fitch/Moody's/S&P)	-/Aaa/-	-/Aaa/AAA	-/Aaa/-	-/Aaa/-	-/-/AAA
Emittenten-Rating (Fitch/Moody's/S&P)	AA-/Aa3/AA-	-/Aa3/AA-	-/A2/A	-/A3/A-	-/-/BBB+
TPI-Puffer (Moody's)	5	5	4	2	-
Ausstehende Covered Bonds (Mrd. EUR)	15,1	9,0	5,0	1,5	0,5
Genutzter Rückzahlungstyp	Hard Bullet	Soft Bullet	Soft Bullet+ Hard Bullet	Soft Bullet	Soft Bullet
Deckungsmasse (Mrd. EUR)	22,7	10,0	6,1	2,2	0,6
Nominale Überdeckung	49,7%	9,7%	26,0%	45,9%	29,6%
Durchschnittlich gewichteter Beleihungsauslauf	50,0%	44,1%	52,4%	55,6%	59,2%
Festverzinsliche Deckungswerte	2,4%	1,1%	10,5%	8,0%	0,0%
Rechnerisch erwarteter Kreditverlust (S&P's WAFF&WALS)	-	2,8%	-	-	3,4%
Rechnerisch erwarteter Kreditverlust (Moody's Collateral Score)	5,1% (2,1%)	5,0% (2,0%)	5,0% (2,9%)	5,3% (na)	-
Zins-, Währungs- u. Refinanzierungsrisiko (Moody's Market Risk)	8,3%	6,1%	6,6%	9,9%	-
Covered Bond Label/HTT	JA/JA	JA/JA	JA/JA	NEIN	JA/NEIN

*Sp Mortgage Bank gilt als Kerninstitut der Sparkassengruppe. Das Covered Bond Rating ist angebunden an das Rating der Central Bank of Savings Banks Finland Plc

Daten zur Deckungsmasse, Stand: 30.09.2016 (Ausnahme Aktia, Stand: 30.03.16); Kennzahlen von Moody's, Stand: 30.06.2016

Quellen: Homepage der Emittenten, Moody's, Helaba Volkswirtschaft Research

Übersicht Rechtsrahmen

Dänemark (SDRO, SDO)

Rechtsgrundlage	
Name	Saerligt Daekked Obligationer (SDRO) Saerligt Daekked Obligationer (SDO)
Rechtsgrundlage	Erste Gesetzesverankerung 1850, Änderungen 1970, 1989, 2001, 2003 und 2006/7
Spezialbankenprinzip	SDRO: Hypothekenbanken, SDO: Universal- und Hypothekenbanken sowie Schiffsfinanzierer mit Lizenz der Finanstilsynet (dänische Bankenaufsicht)
Trennung der Deckungswerte	Universalbanken registrieren Deckungswerte in einem separaten Deckungspool (Cover pool A, Cover pool B) Bei den Hypothekenbanken werden Deckungswerte speziellen Bonds zugeordnet und in einem Capital Centre zusammengefasst. Hypothekenbanken haben meist mehrere Capital Centres („Capital Centre A, Capital Centre B“ etc.).
Herrscht Insolvenz sicherheit des Emittenten?	Nein, aber Deckungswerte im Capital Centre sind vom Insolvenzprozess ausgenommen.
Was passiert im Falle der Insolvenz des Emittenten?	Die separierte Vermögensmasse fällt nicht in die allgemeine Insolvenzmasse. Keine automatische Fälligkeit der Covered Bonds Bevorrechtigter Anspruch auf alle Zahlungen der Deckungswerte des relevanten Cover Pools/Capital Centres.
Rückgriffrecht auf die Insolvenzmasse der Bank, wenn die Deckungsmasse insolvent wird	Ja, vorrangig zu unbesicherten erstrangigen Gläubigern
Emissionslimit	-
Besicherung und Überdeckung	
Wählbare Deckungswerte	Hypothekendarlehen (wohnwirtschaftlich, gewerblich, landwirtschaftlich)
Ersatzdeckung % der Covered Bonds	bis zu 20 %: Forderungen an den öffentlichen Sektor (inkl. Zentralbanken, Multilaterale Entwicklungsbanken und internat. Organisationen mit 20 % Risikogewicht) (Ausnahme Forderungen an Kreditinstitute bis zu 15 %)
Geographische Einschränkungen für Immobilienfinanzierungen	Keine, aber Schwerpunkt der Emittenten liegt im Heimatmarkt
Geographische Einschränkungen für öffentliche Deckungswerte	Nicht anwendbar
Besicherungsquote	80 % für wohnwirtschaftlich besicherte Hypothekendarlehen mit max. Laufzeit von 30J. und max. tilgungsfreier Zeit von 10J. 75 % für wohnwirtschaftl. besicherte Hypothekendarlehen außerhalb der vorgegebenen Fristen 60 % für Zweitwohnsitze 60 % für gewerblich oder landwirtschaftlich besicherte Hypothekendarlehen
Besicherungsmaß	Marktwert
Mindestüberdeckung	Universalbanken: nein, Hypothekenbanken: 8% der risikogewichteten Aktiva
Freiwillige Überdeckung	Ja
Absicherung gegen Kreditrisiko	-
Marktrisiken	
Absicherung von Marktrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Swaps können nicht Teil der Deckung sein
Absicherung von Liquiditätsrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Das sog. „Balance-Principle“ begrenzt Fristeninkongruenzen und Liquiditätsrisiken stark
Aufsichtsbehörde, Transparenz	
Spezielle Aufsicht	Finanstilsynet (Danish Financial Supervisory Authority)
Rolle d. Bankenaufsicht bei Krise	Kein spezieller Deckungsverwalter vorgesehen
Entspricht UCITS 52(4)	Ja
Entspricht CRD	Ja
LCR-fähig	Ja
ECB-Repo-fähig	Ja

Schweden

Rechtsgrundlage	
Name	Säkerställda obligationer
Rechtsgrundlage	Covered Bond Issuance Act, (Lag 2003: om utgivning av säkerställda obligationer), FFFS 2013: 01 Finansinspektionen's Regulations and Guidelines regarding covered bonds)
Spezialbankenprinzip	Nicht mehr, Universalbank mit spezieller Lizenz (seit 2004 bedarf es keiner Spezialbank mehr)
Trennung der Deckungswerte	Universalbank: Deckungswerte werden in einem separaten Deckungsregister geführt (Hypothekenkredite und Forderungen an den öffentlichen Sektor werden in ein und demselben Register geführt) ; Spezialbank: Deckungswerte sind getrennt, da Vermögen der Spezialbank.
Herrscht Insolvenz sicherheit des Emittenten?	Nein, aber Deckungswerte im Register sind vom Insolvenzprozess ausgenommen.
Was passiert im Falle der Insolvenz des Emittenten?	Keine automatische Fälligkeit der Covered Bonds. Bevorrechtigter Anspruch per Gesetz auf Deckungswerte (Universalbank) bzw. auf das Vermögen der Bank (Spezialbank)
Rückgriffrecht auf die Insolvenzmasse der Bank, wenn die Deckungsmasse insolvent wird	Pari passu mit unbesicherten Gläubigern
Emissionslimit	-
Besicherung und Überdeckung	
Wählbare Deckungswerte	Erstrangige Hypothekendarlehen besichert durch Wohn- und Gewerbeimmobilien in Schweden oder in einem anderen Staat des EWR Gewerbliche Immobilienkredite sind bis max. 10 % der Deckung erlaubt, Kredite besichert mit landwirtschaftlichen Objekten, Forderungen an den öffentlichen Sektor (eingeschränkt), Forderungen an Kreditinstitute (begrenzt zulässig und von der Aufsicht zu genehmigen)
Ersatzdeckung % der Covered Bonds	bis max. 20 % der Deckung (mit Genehmigung der Aufsicht zeitweise bis 30 %), Bargeld oder Forderungen an den öffentlichen Sektor
Geographische Einschränkungen für Immobilienfinanzierungen	Schweden oder in einem anderen Staat des EWR
Geographische Einschränkungen für öffentliche Deckungswerte	Schweden oder in einem anderen Staat des EWR; OECD
Besicherungsquote	75 % für Wohnimmobilienkredite (einschl. Mehrfamilienhausfinanzierungen); 60 % für Gewerbeimmobilienkredite; 70 % für landwirtschaftlich besicherte Kredite
Besicherungsmaß	(Nachhaltiger) Marktwert
Mindestüberdeckung	2 %, zusätzliche selbst-auferlegte Mindestüberdeckung kann zudem auf vertragl. Basis bestimmt werden.
Freiwillige Überdeckung	Geschützt
Absicherung gegen Kreditrisiko	Rückständige Kredite können aus der Deckung genommen werden, Rückständige Kredite > 60 Tage sind von der Deckungsrechnung ausgenommen
Marktrisiken	
Absicherung von Marktrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Ja, natürlicher Abgleich, Derivate und vorgegebene Stresstests (für Zins- und Währungsrisiko),
Absicherung von Liquiditätsrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Ja, Gesetz legt fest, dass die Zahlungsströme aus den Deckungswerten ausreichen müssen um Covered Bonds und Derivateverbindlichkeiten zu bedienen. Nein
Aufsichtsbehörde, Transparenz	
Spezielle Aufsicht	Ja, SFSA-Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)
Rolle der Bankenaufsicht in der Krise	Sicherstellung der kontinuierlichen Verwaltung des Deckungsstocks mittels eines speziellen Verwalters, Einbeziehung bei der Übertragung der Deckungswerte an eine andere Bank
Entspricht UCITS 52(4)	Ja
Entspricht CRD	Ja
LCR-fähig	Ja
ECB-Repo-fähig	Ja

Norwegen

Rechtsgrundlage	
Name	Obligasjoner med Fortrinsrett
Rechtsgrundlage	Norwegian Mortgage Bank Act
Spezialbankenprinzip	Ja
Trennung der Deckungswerte	Deckungswerte sind getrennt, da Vermögen der Spezialbank und werden in Deckungsregister geführt.
Herrscht Insolvenzversicherung des Emittenten?	Nein, aber Deckungswerte im Register sind vom Insolvenzprozess ausgenommen.
Was passiert im Falle der Insolvenz des Emittenten?	Keine automatische Fälligkeitstellung der Covered Bonds. Bevorrechtigter Anspruch per Gesetz auf das Vermögen (Deckungswerte) der Spezialbank.
Rückgriffrecht auf die Insolvenzmasse der Bank, wenn die Deckungsmasse insolvent wird	Pari passu mit unbesicherten Gläubigern
Emissionslimit	-
Besicherung und Überdeckung	
Wählbare Deckungswerte	Hypothekendarlehen, Forderungen an den öffentlichen Sektor, Senior MBS von Drittparteien, Forderungen an Kreditinstitute
Ersatzdeckung % der Covered Bonds	Bis max. 20 % der Deckungsmasse, Covered Bonds MBS emittierte im EWR (Mindestrating AA-), Staatsanleihen und hoch liquide Aktiva, Forderungen an Kreditinstitute (Mindestrating A-) zusammen mit Derivaten bis max 15 % der Covered Bonds; Forderungen an Kreditinstitute (ohne Derivate) bis max. 10 % der Covered Bonds
Geographische Einschränkungen für Immobilien-finanzierungen	Norwegen, EWR, OECD (Mindestrating von A-)
Geographische Einschränkungen für öffentliche Deckungswerte	Norwegen, EWR, OECD (Mindestrating von A-)
Besicherungsquote	75 % für Wohnimmobilien, 60 % für Gewerbeimmobilien, 60 % für Zweitwohnsitze /Ferienhäuser
Besicherungsmaß	Marktwert
Mindestüberdeckung	Gesetzliche barwertige Mindestüberdeckung: >0,0 % auf Nominalwertbasis, (Emittenten setzen sich häufig selber eine Mindestüberdeckungsquote (5 %)). Finanzministerium kann Mindestüberdeckungsquote vorgeben. Einführung von 2 % im Gespräch.
Freiwillige Überdeckung	Geschützt (Krediteile über max. Beleihungsquote können in die Deckungsmasse genommen werden, werden jedoch nicht bei der Überdeckungsrechnung berücksichtigt).
Absicherung gegen Kreditrisiko	Rückständige Kredite können ersetzt werden. Über 90 Tage überfällige Kredite werden nicht bei der Überdeckungsrechnung berücksichtigt.
Marktrisiken	
Absicherung von Marktrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Ja, Hypothekenbank soll gemäß Gesetz nicht mehr Zins- oder Währungsrisiken nehmen als klug/vorsichtig ist. Limits müssen eingerichtet sein. Derivate sind erlaubt. Abdeckung des Zahlungsflusses, Stresstests bezüglich Überdeckungshöhe sind durchzuführen
Absicherung von Liquiditätsrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Stresstests bezüglich Liquiditätsrisiko sind durchzuführen, Natürliche Kongruenz; Liquiditätsreserven und vertragliche Regelungen wie Fälligkeitsverlängerung sind erlaubt.
Treuhänder, Aufsichtsbehörde, Transparenz	
Spezielle Aufsicht	Finanstilsynet ; Cover pool monitor (durch Aufsicht benannt) führt die Überprüfungen im Namen der Aufsicht durch.
Rolle der Bankenaufsicht in der Krise	Nein, aber spezieller Deckungsverwalter vorgesehen
Entspricht UCITS 52(4)	Ja
Entspricht CRD	Ja
LCR-fähig	Ja
ECB-Repo-fähig	Ja

Finnland

Rechtsgrundlage	
Name	Katettu joukkolaina
Rechtsgrundlage	Finnish Covered Bond Act (CBA) vom 16.7.2010
Spezialbankenprinzip	Nein
Trennung der Deckungswerte	Deckungswerte bleiben auf der Bilanz, werden jedoch in einem separaten Deckungsregister geführt.
Herrscht Insolvenzicherheit des Emittenten?	Nein, aber Deckungswerte im Register sind vom Insolvenzprozess ausgenommen.
Was passiert im Falle der Insolvenz des Emittenten?	Keine automatische Fälligkeit der Pfandbriefe. Die separierte Vermögensmasse fällt nicht in die allgemeine Insolvenzmasse. Bevorrechtigter Anspruch.
Rückgriffrecht auf die Insolvenzmasse der Bank, wenn die Deckungsmasse insolvent wird	Ja, pari passu zu unbesicherten erstrangigen Gläubigern
Emissionslimit	-
Besicherung und Überdeckung	
Wählbare Deckungswerte	Forderungen an den öffentlichen Sektor. Hypothekendarlehen, inklusive Immobilienkredite. Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe. Forderungen an von Kreditinstituten. Gewerbliche Hypothekendarlehen sind auf 10% beschränkt.
Ersatzdeckung % der Covered Bonds	Bis zu 20 %
Geographische Einschränkungen für Immobilienfinanzierungen	EWL Länder
Geographische Einschränkungen für öffentliche Deckungswerte	EWL Länder
Besicherungsquote	70 % des Beleihungswerts für wohnwirtschaftlich besicherte Hypothekendarlehen, 60 % für gewerblich besicherte Hypothekendarlehen; Kreditanteile über der Besicherungsquote können Teil der Deckung sein, werden jedoch bei der Deckungsrechnung nicht berücksichtigt
Besicherungsmaß	Marktwert (Bewertungsprinzipien sind von der Aufsicht Finanssivalvonta bestimmt)
Mindestüberdeckung	2 % auf barwertiger Basis. Keine nominelle Mindestüberdeckung gefordert, kann jedoch auf vertragl. Basis bestimmt werden.
Freiwillige Überdeckung	Geschützt
Absicherung gegen Kreditrisiko	Über 90 Tage überfällige Kredite werden nicht als Deckungsmasse berücksichtigt („versteckte Überdeckung“). Der Emittent kann die notleidenden Kredite ersetzen – ist aber keine Pflicht.
Marktrisiken	
Absicherung von Marktrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Ja, Überdeckung auf gestresster Barwertbasis (mindestens 2 %). Swaps können Teil der Deckung sein, Zudem muss der Gesamtbetrag der Zinsforderungen in jeder 12 Monatsperiode den Gesamtbetrag an Zinsverbindlichkeiten und Hedges übersteigen (Zinstest, bei dem zudem Stressannahmen anzuwenden sind)
Absicherung von Liquiditätsrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Natürlicher Abgleich, Fälligkeitsverlängerung
Treuhänder, Aufsichtsbehörde, Transparenz	
Spezielle Aufsicht	Ja, Finanssivalvonta
Rolle der Bankenaufsicht in der Krise	Einberufung eines speziellen Anwalts durch Aufsicht vorgesehen. Dieser soll um im Interesse der Gläubiger handeln. Allerdings gibt es keine Details über die Ressourcen die dem Anwalt zur Verfügung stehen um die Deckungsmasse zu steuern.
Entspricht UCITS 52(4)	Ja
Entspricht CRD	Ja
LCR-fähig	Ja
ECB-Repo-fähig	Ja

Glossar

1.1 Issuers

Dänemark

[BRFkredit](#)
[DLRkredit](#)
[Danske Bank](#)
[Nordea Kredit](#)
[Nykredit](#)
[Realkredit Danmark](#)

Schweden

[Landshypotek](#)
[Länsförsäkringar Hypotek](#)
[Nordea/Nordea Hypotek](#)
[SEB](#)
[Handelsbanken/Stadshypotek](#)
[Swedbank/Swedbank Mortgage](#)
[SBAB/Swedish Covered Bond Corporation \(SCBC\)](#)
[Skandiabanken](#)

Norwegen

[Bustadkreditt Sogn og Fjordane AS](#)
[DNB Boligkreditt AS](#)
[DNB Næringskreditt AS](#)
[Eiendomskreditt AS](#)
[Eika Boligkreditt AS](#)
[Fana Sparebank Boligkreditt](#)
[Gjensidige Bank Boligkreditt AS](#)
[Helgeland Boligkreditt AS](#)
[KLP Boligkreditt AS](#)
[KLP Kommunekreditt AS](#)
[Landkreditt Boligkreditt](#)
[Møre Boligkreditt AS](#)
[Nordea Eiendomskreditt AS](#)
[Obos Boligkreditt AS](#)
[Skandiabanken Boligkreditt AS](#)
[SpareBank 1 Boligkreditt AS](#)
[SpareBank 1 Næringskreditt AS](#)
[Sparebanken Sør Boligkreditt AS](#)
[Sparebanken Vest Boligkreditt AS](#)
[Sparebanken Øst Boligkreditt](#)
[SR-Boligkreditt AS](#)
[SSB Boligkreditt AS](#)
[Storebrand Boligkreditt AS](#)
[Toten Sparebank Boligkreditt AS](#)
[Verd Boligkreditt AS](#)

Finnland

[OP Mortgage Bank](#)
[Sp Mortgage Bank](#)
[Danske Bank Finland](#)
[Nordea Mortgage Bank](#)

1.2 Verbände

[Dänemark: Realkreditradet](#)
[Norwegen: Finans Norge](#)
[Schweden: ASCB](#)
[Finance Finland](#)

1.3 Begriffe

Asset Swap Spread (ASW)	Risikoaufschlag, der den Investor für die Übernahme des Kreditrisikos einer Unternehmensanleihe kompensiert. Er errechnet sich aus einem modellhaften Asset Swap-Geschäft, bei dem die fixen Kuponzahlungen einer Anleihe in variable Zinszahlungen getauscht werden.
Basispunkt (Bp.)	Zinssatz-Einheit; 100 Basispunkte = 1 Prozentpunkt.
Benchmark	Vergleichsmaßstab, im Kapitalmarktbereich meist in Form von repräsentativen Indizes.
Emittenten-Referenz-Rating	Ein von den Agenturen je Covered Bond Emittent bestimmtes Rating bzw. Ratingniveau an das das Covered Bond Rating verknüpft ist. Dieses Ratingniveau entspricht mindestens dem Emittenten-Rating, zumeist liegt es ein bis zwei Ratingstufen darüber und reflektiert dadurch die durch die Umsetzung der BRRD verbesserte Ausgangsbonität von Covered Bonds wider. Bei Moody's entspricht das Emittenten-Referenz-Rating dem Covered Bond Anker (Covered Bond Anchor), wobei dieser an das Counterparty Risk Assessment (CRA) des Emittenten geknüpft ist und für europäische Emittenten (die den Umsetzungen der BRRD unterliegen) i.d.R. eine Ratingstufe über dem CRA liegt. Bei Fitch entspricht das Emittenten-Referenz-Rating dem Emittenten-Rating zusätzlich Anhebung (IDR Uplift) und bei S&P entspricht das Emittenten-Referenz-Rating dem Referenzrating-Level (Reference Rating Level, RRL). Puffer zum
Emittenten-Referenz-Rating	Anzahl der Ratingstufen, die gemäß den Standards der Ratingagenturen sich das Emittenten-Referenz-Rating verschlechtern kann, ohne dass das Covered Bond Rating automatisch herabgestuft werden würde. In der Regel bewegt sich das Emittenten-Referenz-Rating bei Bewegungen des Emittent-Ratings im gleichen Ausmaß, so dass der Puffer häufig ebenso ausdrückt, um wieviel Ratingstufen das Emittenten-Referenz-Rating herabgestuft werden kann bevor sich das Covered Bond Rating verschlechtert.
Rating	Einstufung der Kreditwürdigkeit eines Unternehmens durch die Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch

Weitere relevante Publikationen:

Credit Focus: SEB AB – Neuer 5-jähriger Green Bond

Februar 2017

Credit Focus: Nordea Bank – Hohe Kernkapitalquote stützt sehr gute Bonität

Januar 2017

Außer der Reihe: Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken

Januar 2017

Covered Bonds Banken Ratings

Januar 2017

Covered Bond Profiles: Deckungsstock-Informationen zu ausgewählten Pfandbriefen und Covered Bonds

November 2016

Credit Focus: Swedbank AB – Gewinne bauen Kernkapital weiter aus

Oktober 2016

Credit Focus: SEB AB – Hohe Handelsgewinne stützen Gewinne

Oktober 2016

Europäische Banken: Negativzinsen – neue Welt für Banken

September 2016

Außer der Reihe: Banken-Stresstest bestätigt Bonitätseinstufungen

August 2016

Covered Bonds Special: Helaba Rechtsrahmen-Monitor: Vergleich auf einen Klick

Juli 2016

Außer der Reihe: Europäische Banken: Beherrschbare Risiken in Öl- und Gasindustrie

April 2016

Covered Bonds Special: Schwedische Covered Bonds: Elch-Test bestanden

März 2016

Credit Focus Schwedische Banken: Steigende Risiken bei privaten Immobilienkrediten

Januar 2016

Außer der Reihe: TLAC für global systemrelevante Banken

November 2015

Außer der Reihe: Bankanleihen und Bail-in Regeln

Oktober 2015

Covered Bonds Special: Soft Bullets: Die neue Norm

Oktober 2015

Wir nehmen Sie gerne in unseren Verteiler auf, wenn Sie neue Publikationen zum Thema Covered Bonds Special oder Covered Bond Focus per E-Mail zugesendet haben möchten – sprechen Sie uns einfach an oder schreiben Sie uns (0 69/91 32-20 24 oder research@helaba.de). ■