



# COVERED BONDS SPECIAL

6. Oktober 2015

## Soft Bullets: Die neue Norm

- Wir gehen davon aus, dass es nur eine Frage der Zeit ist, bis sich Soft Bullet-Covered Bonds als neue Norm am Covered Bond EUR Benchmark-Markt durchsetzen.
- Zwar ist die Absicherung von Liquiditätsrisiken im Extremszenario, d.h. bei Zahlungsunfähigkeit der Bank, kein neues Element von Covered Bond-Gesetzen und Programmen. Gleichwohl reduzieren Covered Bonds mit möglicher Fälligkeitsverschiebung dieses bedeutsame Risiko weiter.
- Soft Bullet-Covered Bonds präsentieren sich mit unterschiedlichen Ausgestaltungsmerkmalen am Markt. Am genauen Lesen der Anleihebedingungen wird daher wohl kein Weg vorbei führen.
- Bewertungstechnisch erkennen wir keine signifikanten Unterschiede zwischen Hard Bullet und Soft Bullet-Covered Bonds. Aus unserer Sicht spricht dies nicht nur dafür, dass die Investoren dem Extremszenario eine niedrige Eintrittswahrscheinlichkeit beimessen. Vielmehr belegt es auch die Einsicht dass die neuen Regelungen im Krisenfall einer vollständigen Rückzahlung beitragen können.

**AUTOREN**

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

**REDAKTION**

Stefan Rausch

**HERAUSGEBER**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

**Helaba**

**Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER**

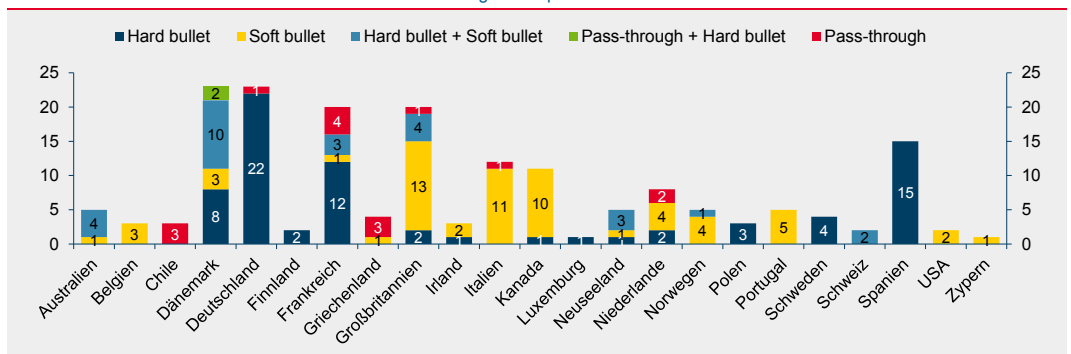
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

## Soft Bullets auf dem Weg zum neuen Standardmerkmal

Covered Bonds mit Fälligkeitsverschiebung gewinnen international zunehmend an Akzeptanz<sup>1</sup>. Zuletzt stellte beispielsweise die ING Bank zehn EUR Benchmark Bonds in Soft Bullet-Covered Bonds (Covered Bonds mit weicher Endfälligkeit) um und führt nun neben einem reinen Soft Bullet-Covered Bonds - Programm auch ein aus Hard und Soft Bullets gemischtes Covered Bond - Programm. Ferner trugen seit der Sommerpause allein rund zehn EUR Benchmark Neuemissionen im Soft Bullet Format zum wachsenden Marktanteil dieser Gattung bei. Wir gehen davon aus, dass es nur eine Frage der Zeit ist, bis sich Soft Bullet-Covered Bonds als neue Norm am Covered Bond EUR Benchmark - Markt durchsetzen.

### Marktanteil von Soft Bullets auffallend hoch

Anzahl der von Fitch und S&P benoteten Covered Bond - Programme pro Land nach Anleihemerkmal



Quellen: Fitch, S&P, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Ziel: Liquiditätsrisiko begrenzen

Hard Bullet- und Soft Bullet-Covered Bonds sind ohne jeden Unterschied, solange die emittierende Bank zahlungsfähig ist. Die Fälligkeitsverschiebung ist ein Mittel zur Reduzierung des Liquiditätsrisikos.

<sup>1</sup> Siehe Covered Bond Special: Keine Angst vor Soft Bullets vom 02.03.2015

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.

sikos im Extremszenario. Gerade bei anstehenden großvolumigen Fälligkeiten könnte ein Zeitgewinn zur Liquiditätsbeschaffung von Nöten sein, um einen Ausfall der Covered Bonds zu vermeiden. Dieses Zeitgewinn nach Ausfall der Bank bedienen sich sowohl Soft Bullet-Covered Bonds als auch Conditional Pass-Through-Covered Bonds<sup>2</sup>. Der bedeutendste Unterschied liegt in der Länge des Zeitgewinns. Soft Bullet-Covered Bonds erlauben i.d.R. eine Verschiebung um bis zu zwölf Monate. Von diesem Zeitrahmen versprechen sich Interessenvertreter heute, dass er zur Liquiditätsbeschaffung ausreicht.

Im Zuge der Finanzmarktkrise entstand ein neues Bewusstsein für Liquiditätsrisiken, auch bei Covered Bonds. Zwar entstehen Liquiditätsrisiken aufgrund von Fristeninkongruenzen erst bei Ausfall des Emittenten. Gleichwohl gehören sie zu den Standardszenarien von Gesetzgebern und Ratingagenturen, denn Covered Bonds sind ihrer Natur nach auf zeitgerechte und vollständige Rückzahlung auch nach Ausfall des Emittenten ausgelegt. Hatte man bis zur Finanzkrise mehrheitlich angenommen, dass im Ausfallszenario der Bank Liquidität vor allem über den Verkauf von Deckungswerten oder die Aufnahme von Mitteln immer und unbegrenzt möglich sei, so wurde man in der Krise eines besseren belehrt.

## Liquiditätstest und -reserven helfen

Zur Vorsorge führten in den letzten Jahren viele Covered Bond - Programme in ihren Vertragsdokumentationen, aber auch viele Covered Bond - Gesetze Liquiditätsreserven oder – tests (z.B. Pre-Maturity Test) ein, die Liquidität für anstehende Zinszahlungen und fällige Covered Bonds der nächsten sechs bzw. je nach Programm zwölf oder gar 18 Monate absichern sollten<sup>3</sup>. In Deutschland sorgt seit 2009 der sogenannte 180-Tage-Liquiditätspuffer (§4 (1a) Pfandbriefgesetz) für eine Abdeckung der Liquiditätslücken der nächsten 180 Tage durch liquide Mittel.

## Zeitgewinn durch Soft Bullets

Im Extremszenario "Ausfall des Emittenten und Einbestellung eines Verwalters zur Tätigkeitsübernahme im Sinne der Covered Bonds Gläubiger" gilt es, den Verzugsfall von Covered Bonds und damit einhergehend die Fälligkeitstellung aller Papiere zu verhindern. Covered Bonds mit Fälligkeitsverschiebung leisten hierzu einen nicht zu unterschätzenden Beitrag: Sie verschaffen Zeit. Den Interessenvertretern von Covered Bonds scheint heute mehr denn je (vielleicht geprägt durch die vermehrte Gesetzgebung zur Bankenabwicklungen) bewusst zu sein, welche Bedeutung der Faktor Zeit in einem Extremszenario hat. Die Zeit für die Liquiditätsbeschaffung dürfte umso bedeutender sein, je weniger Handlungsinstrumente dem Verwalter zur Verfügung stehen. Beispielsweise schränken weniger liquide Deckungswerte den Wirkungsbereich des Verwalters ein. Ob jedoch zwölf Monate zur Liquiditätsbeschaffung beispielsweise mittels Veräußerung von Deckungswerten ausreichen, hängt letztlich von vielen Faktoren ab. Die verbleibende Unsicherheit sehen wir als Nährboden für das Wachstum von Pass-Through - Covered Bonds.

## Soft Bullets ohne markteinheitlichen Standard

Zugegebenermaßen haben sich in den diversen Covered Bond - Märkten unterschiedliche Ausprägungen der Fälligkeitsverschiebung entwickelt (siehe Tabellen im Anhang). Daher wird am genauesten Lesen der Anleihebedingungen wohl kein Weg vorbei führen. Unterschiede treten insbesondere bei den folgenden Eigenschaften auf:

- Voraussetzungen für eine Fälligkeitsverschiebung,
- maximale Fälligkeitsverschiebung
- Verpflichtung zur Benachrichtigung über die Verschiebung oder die Rückzahlung
- Zahlungstermine während der Verschiebungsperiode

<sup>2</sup> Covered Bonds mit bedingter Durchleitung von Zahlungsströmen: Bei Eintritt bestimmter Bedingungen verschieben sich Zins- und Kapitalzahlungen dieser Covered Bonds entsprechend des Zahlungsprofils der Deckungswerte.

<sup>3</sup> Siehe Covered Bonds Special: Französische Covered Bonds, S. 15 vom 15.09.2014

- Zinsen während der Fälligkeitsverschiebung
- Existenz einer zusätzlichen Liquiditätsreserve, eines zusätzlichen Liquiditätstests

Während aus unserer Sicht einige Merkmalsunterschiede weniger von Bedeutung sind, sehen wir bei anderen unerwünschte Unsicherheiten bzw. Schwächen.

So wendet sich auch der größte Kritikpunkt einiger Marktteilnehmer an die häufig verwendete, alleinige Voraussetzung für eine Fälligkeitsverschiebung: der Zahlungsverzug des Emittenten der Covered Bonds. Dies könnte, so die Sorge mancher Marktteilnehmer, einerseits Anreize zum Zahlungsverzug durch den Emittenten schaffen und/oder andererseits dem Verwalter einen zu geringen Ermessensspielraum im Sinne der Gläubiger lassen, andere Maßnahmen zu ergreifen, die die Verschiebung nicht notwendig werden lassen.

Bei Covered Bond - Programmen, die Hard Bullet und Soft Bullet-Covered Bonds beinhalten, wird häufig spezifiziert (z.B. Crédit Agricole Home Loans SFH), dass die Rückzahlung von Soft Bullet-Covered Bonds nicht die Rückzahlung von Hard Bullet-Covered Bonds beeinträchtigen darf. Das dürfte bedeuten, dass in der Verschiebungsphase, Rückzahlungen von Soft Bullet-Covered Bonds zeitlich nachrangig zu Rückzahlung von Hard Bullet-Covered Bonds erfüllt werden könnten.

Große Unterschiede bestehen bei der zusätzlichen Existenz einer Liquiditätsreserve oder-tests, die den Verschiebungsbedarf mindern oder gar eliminieren bzw. die Wahrscheinlichkeit der vollständigen Rückzahlung während der Verschiebungsphase verbessern könnten. So schließen manche Liquiditätstests explizit die Berücksichtigung von ursprünglichen Fälligkeiten von Soft Bullet-Covered Bonds aus.

## Keine strukturierten Produkte

Manche Marktteilnehmer werfen die Frage auf, ob ein Soft Bullet-Covered Bond als strukturiertes Wertpapier zu bewerten ist.

Wir glauben, dass die Klassifikation als strukturiertes Papier keine Berechtigung hat. Dafür spricht, dass die Veränderung der Zahlungsströme, d.h. in diesem Fall die Fälligkeitsverschiebung, nicht in Abhängigkeit einer der üblichen Variablen für strukturierte Finanzinstrumente<sup>4</sup> steht. Typischerweise gilt die Zahlungsunfähigkeit des Emittenten am Fälligkeitstag eines Covered Bonds als einzige Voraussetzung für die automatische Verlängerung. Manche Covered Bond-Programme stellen klar, dass neben dem Ausfall des Emittenten noch der Mangel an Zahlungsmitteln aus der Deckungsmasse zur Bedienung der gesamten Covered Bond-Serie vorliegen muss. Somit ergeben sich unseres Erachtens aus der Fälligkeitsverschiebung unseres Erachtens keine nennenswert anderen Chancen oder Risiken als bei Hard Bullet-Covered Bonds.

## Soft Bullets wie Hard Bullets zu bewerten

Auch bei der Bewertung dürfte das neue Anleihermerkmal kaum ins Gewicht fallen. So unterscheiden sich Hard Bullet-Covered Bonds bis zur Zahlungsunfähigkeit des Emittenten aus Risikosicht nicht von Soft Bullet Covered Bonds. Auch von der sinkenden Bonität des Emittenten (und der sinkenden Bonität der Papiere selbst) sowie einem Anstieg der rechnerisch zu erwartenden Verluste dürften beide Gattungen im gleichen Ausmaß betroffen sein.

Ohnehin ist der Verlängerungsklausel wohl nur eine marginale Eintrittswahrscheinlichkeit beizumessen. So sind in das Kalkül nicht nur die Ausfallwahrscheinlichkeit der erstrangig besicherten Papiere der Bank, sondern gemäß mancher Anleihebedingungen auch die tatsächliche Zahlungs-

<sup>4</sup> IDW RS HFA 1.2 vom 02.09.2008: "...Aufgrund des eingebetteten Derivats werden die Zahlungsströme des strukturierten Finanzinstruments insgesamt oder teilweise ähnlichen Schwankungen in Abhängigkeit von einer Basisvariablen, z.B. einem bestimmten Zinssatz, ..., einem Preis- oder Kursindex, einem Bonitätsrating...ausgesetzt wie ein freistehendes Derivat.

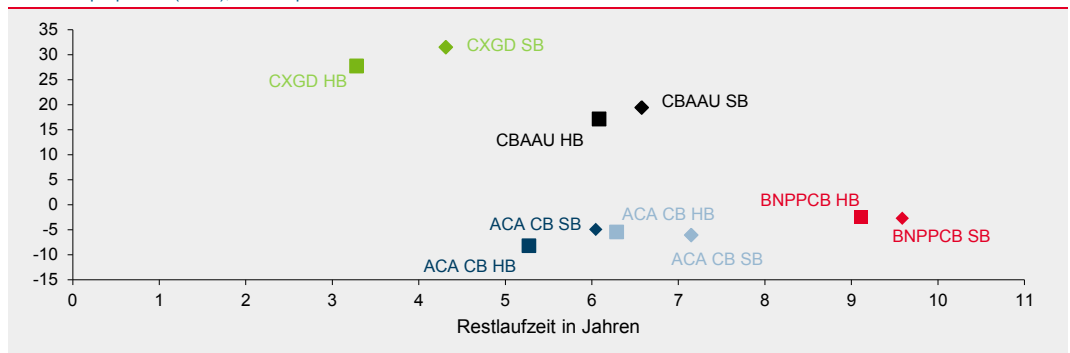
unfähigkeit der Deckungsmasse als Voraussetzung einzubeziehen. Zudem dürften die erhöhte systemische und aufsichtsrechtliche Unterstützung von Covered Bonds und die fast unbegrenzten Refinanzierungsmöglichkeiten bei der EZB diese Wahrscheinlichkeit weiter in den mikroskopischen Bereich schrumpfen lassen.

## Anleihemerkmale kein signifikanter Spreadtreiber

Daher ist es kaum verwunderlich, dass sich am Markt derzeit keine signifikanten Hinweise darauf finden, dass das Anleihemerkmale „weiche Endfälligkeit“ einen signifikanten Einfluss auf die Preisgestaltung der Covered Bonds hat. Aus unserer Sicht spricht dies nicht nur dafür, dass die Investoren dem Extremszenario tatsächlich eine niedrige Eintrittswahrscheinlichkeit beimessen. Hinzu kommt, dass selbst bei Eintritt der Verlängerung von maximal einem Jahr diese bewertungstechnisch kaum ins Gewicht fallen würde. Vielmehr belegt es auch die Einsicht, dass die neuen Regelungen im Krisenfall zu einer vollständigen Rückzahlung beitragen können.

## Soft Bullets ohne klaren Bewertungseffekt

Asset Swap Spreads (ASW), in Basispunkten



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Transparenz noch verbesserungsfähig

Aufgrund der schnellen Ausbreitung mangelt es allerdings häufig noch an Transparenz bei Neuemissionen. Auch etablierte Finanzdatenanbieter, wie etwa Bloomberg, haben noch kein einheitliches Datenfeld bzw. Benennung eingesetzt. In den meisten Fällen fehlt der Hinweis auf Soft Bullets komplett. Dagegen weisen die Emittenten häufig in ihren Transparenzberichten eine detaillierte Liste der Bonds mit Anleihemerkmale aus. Wir gehen dennoch davon aus, dass es nur eine Frage der Zeit ist, bis sich Soft Bullets als neue Norm am Covered Bond Markt durchsetzen.

## Auf Bloomberg noch keine Norm

Beispielhafte Darstellung einer Soft Bullet Darstellung auf Bloomberg

Issuer Information				Identifiers			
Name	BANCA POPOLARE DI MILANO			ID Number	UV7868796		
Industry	Banks			ISIN	IT0005135725		
Security Information				FIGI	BBG009YTJZ10		
Mkt Iss	Euro MTN	Covered	- OBG	Bond Ratings			
Country	IT	Currency	EUR	Moody's	A2		
Rank	Secured	Series	EMTN	S&P	NA		
Coupon	0.875000	Type	Fixed	Composite	NR		
Cpn Freq	Annual			Issuance & Trading			
Day Cnt	ACT/ACT	Iss Price	99.872	Amt Issued/Outstanding			
Maturity	09/14/2022	Reoffer		EUR	1,000,000.00 (M) /		
BULLET				EUR	1,000,000.00 (M)		
Iss Sprd	+25bp vs Mid Swaps			Min Piece/Increment			
Calc Type	(1)STREET CONVENTION			100,000.00 / 1,000.00			
Announcement Date	09/07/2015			Par Amount	1,000.00		
Interest Accrual Date	09/14/2015			Book Runner	JOINT LEADS		
1st Settle Date	09/14/2015			Exchange	LUXEMBOURG		
1st Coupon Date	09/14/2016						
OBLIGAZIONI BANCARIE GARANTITE - SOFT BULLET							

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Noch Unterschiede in der Darstellung Soft Bullet-Covered

Beispielhafte Darstellung einer Bondbeschreibung auf Bloomberg

Issuer Information				Identifiers			
Name	SPAREBANK 1 BOLIGKREDITT			ID Number	EJ9319058		
Industry	Banks			ISIN	XS0995022661		
Security Information				FIGI	BBG005KP9CZ6		
Mkt Iss	Euro MTN	Covered		Bond Ratings			
Country	NO	Currency	EUR	Moody's	Aaa		
Rank	Secured	Series	GMTN	Fitch	AAA		
Coupon	1.500000	Type	Fixed	Composite	AAA		
Cpn Freq	Annual			Issuance & Trading			
Day Cnt	ACT/ACT	Iss Price	99.78000	Amt Issued/Outstanding			
Exp Mat	01/20/2020	Reoffer	99.78	EUR	1,000,000.00 (M) /		
EXTENDIBLE				EUR	1,000,000.00 (M)		
Iss Sprd	+15bp vs Mid Swaps			Min Piece/Increment			
Calc Type	(1)STREET CONVENTION			100,000.00 / 1,000.00			
Extension Decision Date				Par Amount	1,000.00		
1st Settle Date	11/19/2013			Book Runner	JOINT LEADS		
1st Coupon Date	01/20/2014			Exchange	Multiple		
Final Maturity Date	01/20/2021						

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Ausgestaltung von Soft Bullets

	Norwegen	Portugal	Belgien
<b>Regelungen bei Fälligkeitsverschiebung</b>			
<b>Welche Covered Bonds beinhalten Fälligkeitsverschiebung?</b>	Vorwiegend bei EUR Benchmark Covered Bonds	Alle Portugiesischen EUR Benchmark Covered Bonds	Alle Belgischen EUR Benchmark Covered Bonds
<b>Voraussetzung für automatische Verschiebung</b>	Zahlungsunfähigkeit (Emitent) am Fälligkeitstag plus Nachfrist	Zahlungsunfähigkeit (Emitent) am Fälligkeitstag plus Nachfrist	Zahlungsunfähigkeit (Emitent) am Fälligkeitstag plus Nachfrist
<b>Nachfrist (Grace Period)</b>	2 Arbeitstage	2 Arbeitstage	14 Arbeitstage
<b>Maximale Fälligkeitsverschiebung</b>	12 Monate	12 Monate	12 Monate
<b>Zahlungsrhythmus während der Verschiebungsperiode</b>	Monatlich oder vierteljährlich (je nach Programm)	Monatlich	Monatlich
<b>Zahlungen während der Verschiebungsperiode</b>	Teils oder vollständig an jedem Zinszahlungstag (je nach Programm auch am eigentlichen Fälligkeitstag)	Teils pari passu oder vollständig an jedem Zinszahlungstag	Teils oder vollständig an jedem Zinszahlungstag (teils auch am eigentlichen Fälligkeitstag)
<b>Benachrichtigungspflicht der Gläubiger über die Verschiebung</b>	Ja / nein (je nach Programm)	n/b	Ja, spätestens 4 Arbeitstage vor Fälligkeit
<b>Benachrichtigungspflicht der Gläubiger über Rückzahlung</b>	n/b	Ja, 5 Tage vor Zinszahlungstermin	Belfius: Ja, spätestens 2 Tage vor Zinszahlungstermin
<b>Zinsen während der Fälligkeitsverschiebung</b>	1-Monats- oder 3-Monats Euribor + Emissionsspread	Vor 2010 emittiert: i.d.R. weiterhin fester Kupon Nach 2010 emittiert: 1-Monats-Euribor + Emissionsspread	Belfius: weiterhin fester Kupon Andere: 1-Monats-Euribor + Emissionsspread
<b>Folgen der Verschiebung</b>	Kein Verzugsfall Keine Fälligestellung von Covered Bonds Neuemissionen grundsätzlich nicht mehr erlaubt	Kein Verzugsfall Keine Fälligestellung von Covered Bonds Neuemissionen grundsätzlich nicht mehr erlaubt, <i>es sei denn zur Rückzahlung verschobener Bonds</i>	Kein Verzugsfall Keine Fälligestellung von Covered Bonds Neuemissionen grundsätzlich nicht mehr erlaubt, <i>es sei denn zur Rückzahlung verschobener Bonds</i>
<b>180 Tage Liquiditätspuffer</b>	n/a	n/a	Ursprüngliche Fälligkeitstermine von Soft Bullet-Covered Bonds werden nicht im Liquiditätstest berücksichtigt

n/b = nicht bekannt, n/a = nicht vorhanden

Quellen: Programm Dokument, CB Gesetze, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Ausgestaltung von Soft Bullets

	Dänemark	Frankreich	Niederlande
<b>Regelungen bei Fälligkeitsverschiebung</b>			
<b>Welche Covered Bonds beinhalten Fälligkeitsverschiebung?</b>	Danske EUR Benchmark Covered Bonds (cover pool I und cover pool C)	Einige OFHs wie Crédit Agricole Home Loans SFH, SocGen SFH etc. (keine OFs oder CRH bonds)	Niederländische EUR Benchmark Covered Bonds
<b>Voraussetzung für automatische Verschiebung</b>	Zahlungsunfähigkeit (Emitent + Zahlungsströme aus der Deckung) am Fälligkeitstag plus Nachfrist	Zahlungsunfähigkeit (Emitent) am Fälligkeitstag	Zahlungsunfähigkeit (Emitent + Zahlungsströme aus der Deckung) am Fälligkeitstag
<b>Nachfrist (Grace Period)</b>	3 Arbeitstage	n/a	n/a
<b>Maximale Fälligkeitsverschiebung</b>	12 Monate	SocGen SFH: 12 Monate (Programme anderer Emittenten erlauben 1 oder mehrere Jahre)	12 Monate
<b>Zahlungsrhythmus während der Verschiebungsperiode</b>	Monatlich	Monatlich	Monatlich
<b>Zahlungen während der Verschiebungsperiode</b>	Teils oder vollständig an jedem Zinszahlungstag (bei mehreren Serien, nach Lotterieverfahren oder nach Clearinghausregeln ausgewählt)	Teils oder vollständig an jedem Zinszahlungstag	Teils oder vollständig an jedem Zinszahlungstag (je nach Programm auch am eigentlichen Fälligkeitstag)
<b>Benachrichtigungspflicht der Gläubiger über die Verschiebung</b>	n/b	Nur Credit Mutuel Arkea HL SFH spat. 2 Arbeitstage vor Fälligkeit	Ja, spätestens 2 Arbeitstage vor Fälligkeit
<b>Benachrichtigungspflicht der Gläubiger über Rückzahlung</b>	Ja, spät. 5 Arbeitstage vor Zinszahlungstermin	n/b	n/b
<b>Zinsen während der Fälligkeitsverschiebung</b>	1-Monats-Euribor + 100bps	1-Monats-Euribor + Marge	1-Monats-Euribor + Marge (z.B. ING: 26-125bps)
<b>Folgen der Verschiebung</b>	Kein Verzugsfall Keine Fälligestellung von Covered Bonds  Neuemissionen grundsätzlich nicht mehr erlaubt, es sei denn zur Rückzahlung verschobener Bonds	Kein Verzugsfall Keine Fälligestellung von Covered Bonds	Kein Verzugsfall Keine Fälligestellung von Covered Bonds
<b>180 Tage Liquiditätspuffer</b>	n/a (Gleichgewichtsprinzip)	Einhaltung eines 180-Tages-Liquiditätstests für alle Covered Bonds	Gesetzlicher 6-Monats-Liquiditätspuffer ab 01.01.16 deckt Zinsen und für <u>Hard Bullets</u> auch Kapital ab

n/b = nicht bekannt, n/a = nicht vorhanden

Quellen: Programm Dokument, CB Gesetze, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Helaba-Publikationen: Covered Bonds Specials und relevante “Ausser der Reihe”-Publikationen

**Ausser der Reihe:**  
**Bankanleihen und Bail-in Regeln**

Oktober 2015

**Ausser der Reihe:**  
**Nebenwirkungen von Bankenregulierungen**

September 2015

**Covered Bonds Specials**  
**Bail-in Grundsatz verändert Ratingmethoden**

Juli 2015

**Sparkassen-Umfrage: Anlageverhalten im Depot A**

Juni 2015

**Ausser der Reihe:**  
**LCR – Klassifizierungen im Überblick**

April 2015

**Keine Angst vor Soft Bullets!**

März 2015

**Spanische Covered Bonds:**  
**Viva la Reformación: Es lebe die Erneuerung!**

Oktober 2014

**Französische Covered Bonds:**  
**Gestärkt durch neue Rahmenbedingungen**

September 2014

**Französische Covered Bonds:**  
**Brüderlich nebeneinander: OF, OH und CRH-Bonds**

März 2014

**Niederländische und belgische Covered Bonds:**  
**Junge Generation mit alten Vorbildern**

Juli 2013

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](mailto:research@helaba.de)). ■