



Schwedische Covered Bonds: Elch-Test bestanden

AUTOREN

Sabrina Miehs
Senior Analyst
Covered Bonds

Telefon: 0 69/91 32-48 90

Dr. Stefan Mitropoulos
Senior Analyst
Immobilienmärkte
Tel: 0 69/91 32-46 19

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

- Schwedens Covered Bond-Markt war Ende 2015 mit einem Volumen von über 200 Mrd. EUR der fünfgrößte Covered Bond-Markt in Europa. Seine systemische Bedeutung und die große heimische Investorenbasis wirken sich positiv auf die Bonitätsbewertung aus.
- 2016 dürften den schwedischen Covered Bonds einige positiv zu bewertende Änderungen ins Haus stehen. Die Einführung einer gesetzlichen Mindestüberdeckung von 2 % und einer Mindesttilgungspflicht für Kreditnehmer stehen auf der Liste der geplanten Vorhaben.
- Der schwedische Wohnungsmarkt blickt auf eine lange Phase dynamisch steigender Hauspreise zurück. Das kräftige Wirtschaftswachstum, hohe Bevölkerungszuwächse bei geringer Bautätigkeit und sehr niedrige Zinsen haben zuletzt zu einem deutlich beschleunigten Preisanstieg geführt. Überhitzungsgefahren sind nicht zu verleugnen.
- Ein Preisrückgang bei Immobilien würde zu Anpassungen der Sicherheitenbewertung und somit zu steigenden Beleihungsquoten in den Deckungsmassen führen. Wir haben im Rahmen unseres „Elch-Tests“ verschiedene Szenarien von Preisrückgängen (5 % bis 40 %) auf ihre Auswirkung auf die Überdeckung und die Bonität der Covered Bonds untersucht. Selbst bei äußerst konservativen Annahmen dürfte es demnach zu keinen gravierenden Bonitätsveränderungen kommen.
- Für die durchaus mit Hypothekendarlehen zu vergleichenden schwedischen Covered Bonds sprechen vor allem der einheitliche, wenn auch im Vergleich mit dem Pfandbriefgesetz weniger ausführliche Gesetzesrahmen, die häufig sehr hohe Überdeckung und die guten bis sehr guten Bankenratings, die wir trotz des Risikos aus hoher privater Verschuldung und dem enormen Hauspreisanstieg nach wie vor als stabil ansehen.

Wichtige Merkmale im Überblick

Schweden bzw. Schwedische Covered Bonds	
Länderratings (Fitch/Moody's/S&P)	AAA/Stabil, Aaa/Stabil, AAA/Stabil*
Covered Bond-Name	Säkerställda obligationer
Rechtlicher Rahmen	Regelgebundenes Gesetz
Aktive Covered Bonds-Emittenten	hoher Bekanntheitsgrad und Bonität der Banken und Finanzinstitute
Ratingsituation Covered Bonds	Stabil, Puffer Emittenten-Rerenzrating: 2-5 Stufen
Wohnungsmarkt	Überhitzungsgefahr
Deckungsstockstruktur der Covered Bonds	Gemischt, jedoch in hohem Maße wohnwirtschaftlich
Fälligkeitsstruktur	Hard Bullets
Absicherung Kreditrisiko	Keine Mindestüberdeckung, jedoch nominal und barwertige Deckung
Absicherung Marktrisiken	Keine spezielle Absicherung vorgesehen; Inkongruenzen sind zu vermeiden; Schutz durch hohe freiwillige Überdeckung, barwertige Berechnung berücksichtigt Zins- und Währungsstressszenarien
Interessenvertretung	ASCB, starker Verband der schwedischen Emittenten

*nicht vom Staat in Auftrag gegebenes Rating;
Quelle: 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.

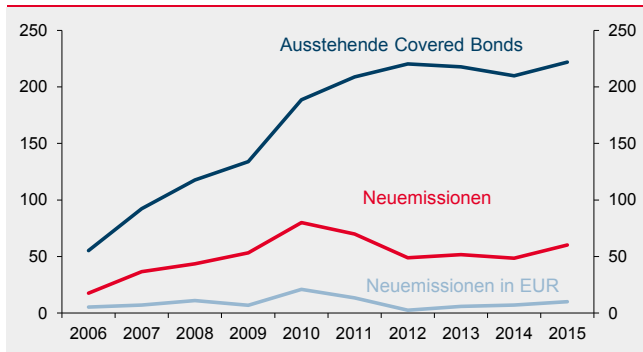
Covered Bond-Markt mit Tradition und großer Bedeutung

Hohe systemische
Bedeutung

Der schwedische Covered Bond-Markt kann auf eine lange Tradition zurückschauen. Bis Mitte 2006 emittierten schwedische Banken Hypotheken gedeckte Schuldverschreibungen nur in Landeswährung. Nach dem Inkrafttreten des Covered Bond-Gesetzes im Jahr 2004 wandelten alle Institute nach und nach die bestehenden Papiere in Covered Bonds („Sakerstallda obligationer“) um. Schwedens Covered Bond-Markt war Ende 2015 mit einem Volumen von 2040 Mrd. SEK (222 Mrd. EUR) der fünftgrößte Covered Bond-Markt in Europa. Alle großen Emittenten emittieren auch in EUR, so dass die auf EUR lautenden schwedischen Covered Bonds Ende 2015 etwa 17 % des ausstehenden Volumens ausmachen. Kennzeichnend ist zudem, dass der SEK-Covered Bond-Markt (1.522 Mrd. SEK, Ende 2015) mehr als doppelt so groß wie der schwedische Staatsanleihen-Markt (611 Mrd. SEK, Anfang Februar 2016) ist.

Covered Bond-Markt auf moderatem Wachstumskurs

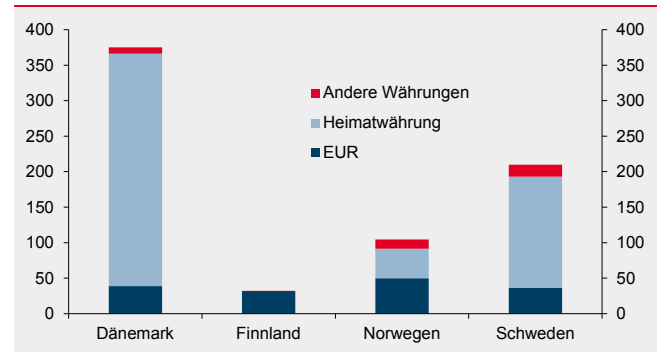
Schwedische Covered Bonds, in Mrd. EUR



Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zweitgrößter nordischer Covered Bond-Markt

Ausstehende Covered Bonds nach Währung, Stand: 30.12.2014



Quellen: ECBC, Helaba Volkswirtschaft/Research

Market Maker-System

Eine Besonderheit des heimischen SEK-Covered Bond Markts sind die durch beauftragte Market Maker begebenen Daueremissionen (tap issuance). So gibt es zur Zeit fünf Banken (Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Swedbank und Danske Bank), die nicht nur die Neuemissionen, sondern auch den Handel am Sekundärmarkt durch laufende indikative Kursstellung im elektronischen Informationssystem unterstützen. Die Daueremission besonders von kleinen Losgrößen erleichtert die Aktiv-/Passivsteuerung, was mit Benchmark-Emissionen in Fremdwährung deutlich schwieriger ist. Die Hypothekenbanken stellen den Market Makers zudem eine Repo-Fazilität für Benchmark Bonds zur Verfügung, welche unter normalen Umständen einen liquiden und leichtlaufigen Repo-Markt sichert. Zu den großen schwedischen Investoren gehören neben den Banken vor allem auch einheimische Versicherungen und Investmentfonds.

Starker Heimatmarkt
positiv für Bonität

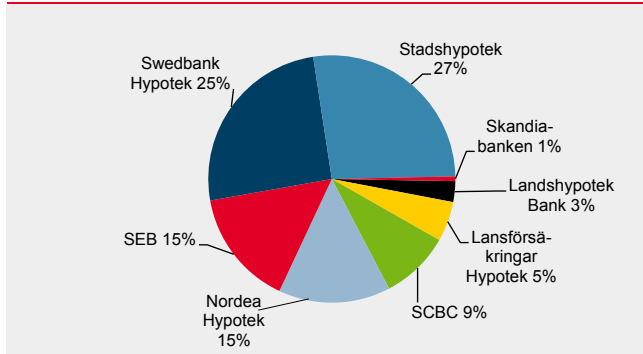
Die systemische Bedeutung des schwedischen Covered Bond Markts und die große einheimische Investorenbasis wirken sich positiv auf die Bonitätsbewertung aus. Einerseits wird auf Krisen bzw. Risiken in solchen Märkten i.d.R. durch neue rechtliche oder aufsichtsrechtliche Vorgaben schneller reagiert, da das nationale Interesse daran groß ist. Dazu könnte auch eine Auffanglösung zählen, sollte eine Bank in Schiefelage geraten. Diese Faktoren werden auch von allen Ratingagenturen in ihrer Ratinganalyse honoriert. Andererseits dürften sich Spannungen auf anderen Covered Bond-Märkten nur in eingeschränkter Form auf die Preise auswirken.

Wachstumsraten dürften
Hochpunkt erreicht haben

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 vereinen allein 30 % auf sich. Wir gehen davon aus, dass das Gesamtvolumen auch 2016 weiter ansteigen wird, der Spitzenwert des letzten Jahres bei Neuemissionen jedoch vorerst nicht mehr übertroffen wird. Dafür sprechen der überhitzte Häusermarkt und die angekündigte Pflichttilgung, die das Kreditbestandswachstum dämmen dürfte. Zwar kündigte die dänische Danske Bank die Gründung eines schwedischen Covered Bond-Emittenten für ihre schwedischen Immobilienfinanzierungen an. Deren Emissionen dürften den deutlich geringeren Anstieg des Marktvolumens jedoch allenfalls abmildern.

4 Kreditinstitute teilen sich den Großteil des Markts

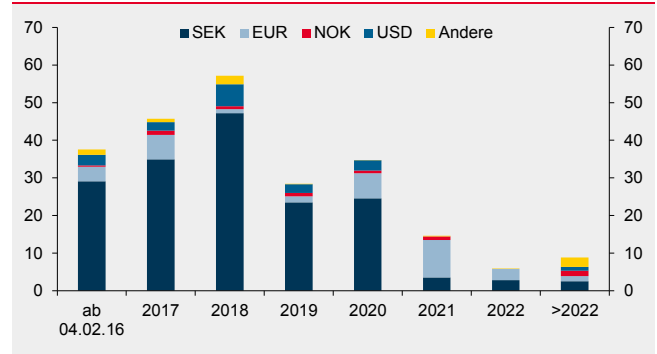
Marktanteil auf Basis ausstehender Covered Bonds, Stand: 30.09.2015



Quellen: Emittentenwebsites, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hoher Refinanzierungsbedarf bis 2019

Fälligkeiten schwedischer Covered Bonds, in Mrd. EUR



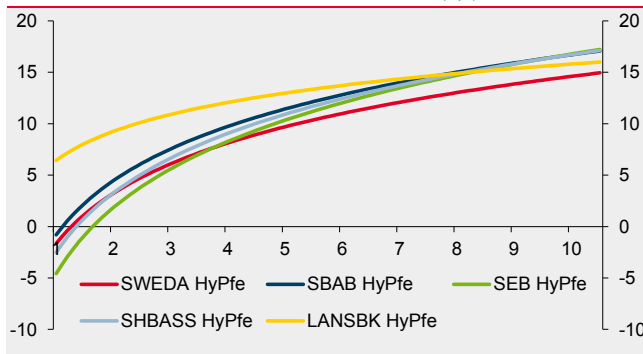
Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Covered Bonds-Spreads auch von EZB-Politik geprägt

Mit Anhalten des Covered Bond-Ankaufprogramms der EZB wächst das Interesse von Anlegern an Covered Bonds, die nicht unter das Ankaufsprogramm fallen. Dazu zählen auch die höchst kreditwürdigen schwedischen Covered Bonds. Dabei bestimmt das niedrige Zinsumfeld die Laufzeit der angebotenen und gesuchten Anleihen. Covered Bonds mit negativem Zins sind (noch) nicht erwünscht. Daher müssen Emittenten eher längere Laufzeiten platzieren, um noch einen positiven Kupon anbieten zu können. Anleger in schwedischen EUR-Covered Bonds profitierten in den ersten zwei Monaten im Vergleich zu Pfandbriefen von höheren Risikoaufschlägen bei durchschnittlich kürzeren Laufzeiten. Mit Ausnahme der Stadshypotek emittierten schwedische Emittenten 5-jährige Papiere mit einem Emissionsspread von 14 bis 17 Basispunkten über Swapsatz, während deutsche Pfandbriefe i.d.R. mit 7-jähriger Laufzeit und ungefähr zum Swapsatz begeben wurden.

Schwedens Covered Bonds allesamt mit Höchstnoten

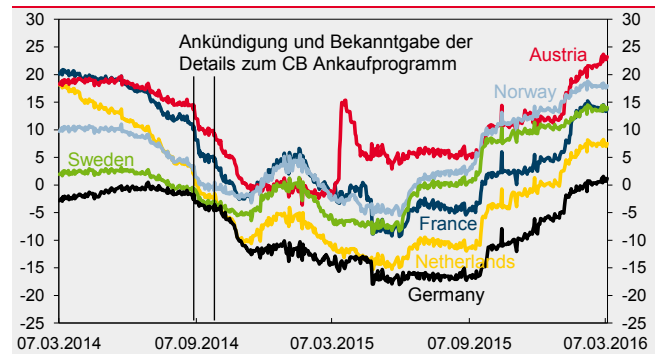
EUR Benchmark schwed. Covered Bonds, 1-10J., ASW (Bp.), Stand 10.03.2016



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Anleger profitieren von höheren Risikoaufschlägen

iBoxx Euro Covered Bond Indices, Stand: 10.03.2016



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Großteil der Neuemissionen bereits platziert

Wir gehen davon aus, dass die schwedischen Emittenten aufgrund der Unsicherheit Anfang des Jahres über weitere geldpolitische Maßnahmen nahezu ihren gesamten Finanzierungsbedarf an Covered Bonds für dieses Jahr bereits gedeckt haben. Nimmt man das Fälligkeitenprofil der ausstehenden Covered Bonds als Indikator für den künftigen Emissionsumfang, zeichnet sich bis Ende 2016 von den insgesamt 6 Mrd. EUR Fälligkeiten in diesem Jahr nur noch ein Refinanzierungsbedarf von etwa einer Milliarde EUR ab. So begaben Swedbank Hypotek, SEB, SCBC und Stadshypotek seit Jahresbeginn bereits Papiere im Volumen von 5 Mrd. EUR. 2017 werden mehr als 6 Mrd. EUR fällig. Wir rechnen daher damit, dass es in den kommenden Monaten nur noch eine geringe Anzahl von Neuemissionen geben wird.

Für Banken-Anleger sehr gut geeignet

Schwedische Covered Bonds entsprechen sowohl den Vorschriften der EZB für Repogeschäfte als auch der Verordnung zur Liquiditätsdeckungsanforderung (LCR) für Kreditinstitute. Sie halten zudem nicht nur den Kriterien des Artikels 52 (4) der OGAW-Richtlinie stand, sondern auch den Kriterien des Art. 129 der CRR. Zwar beinhaltet die Liste der zulässigen Deckungswerte gemäß Art. 129 CRR keine durch landwirtschaftliche Grundstücke und Dauerwohnrechte besicherten Hypothekenkredite. Wir sind jedoch der Meinung, dass diese unter wohnwirtschaftliche bzw. gewerbliche Hypothekenfinanzierungen gemäß CRR fallen, auch wenn sie dort nicht explizit aufgelistet sind. Wir gehen davon aus, dass diese Unsicherheit in einer der nächsten Überarbeitungen der CRR geklärt wird.

Gesetzliche und aufsichtsrechtliche Neuerungen positiv

Den schwedischen Covered Bonds stehen einige positiv zu bewertende Änderungen ins Haus. Zum einen plant die Regierung die Einführung einer gesetzlichen Mindestüberdeckung von 2 % vor. Das Inkrafttreten wird zum 01.05.2016 erwartet. Zum anderen schlägt die die Finanzaufsicht die Einführung einer Mindesttilgung für Kreditnehmer vor.

Gesetzliche Mindestüberdeckung von 2 %

Zwar sticht das Fehlen einer gesetzlichen Mindestüberdeckung im schwedischen Covered Bond-Rechtsrahmen bereits seit einiger Zeit hervor. Gleichwohl zeigte sich das Vertrauen in die Papiere davon bislang unbeeindruckt. Dies lag wohl auch an der häufig hohen freiwilligen Überdeckung der Emittenten. Nun veranlasst eine europäische Verordnung zum außerbörslichen Handel mit Derivatprodukten (EMIR¹) die schwedischen Gesetzeshüter doch dazu, die international vielfach übliche, gesetzliche Mindestüberdeckung einzuführen. Ziel ist, eine Ausnahme für schwedische Covered Bonds mit Derivaten von dieser Verordnung zu erwirken. Gemäß Verordnung dürfen nur solche Derivate von den Clearing-Verpflichtungen ausgenommen werden, die für Covered Bonds mit einer gesetzlichen Mindestüberdeckung abgeschlossen wurden.

Für die Emittenten bzw. die schwedischen Covered Bonds mit ihrer zumeist sehr hohen freiwillig gehaltenen Überdeckung stellt eine solche Änderung unseres Erachtens keine Belastung dar.

Mindesttilgungspflicht für Immobilienfinanzierungen

Die hohe Verschuldung schwedischer Haushalte und die steigenden durchschnittlichen Beleihungsquoten, gerade bei neuen Krediten, standen seit einigen Jahren im Fokus der Aufsichtsbehörde. So führten die Aufseher beispielsweise bereits 2010 eine Beleihungsobergrenze von 85 % ein, um die finanzielle Stabilität der Haushalte zu sichern und die Banken präventiv vor Ausfällen zu schützen. Auch die relativ hohen Eigenkapitalanforderungen zählen zu diesen Maßnahmen, sind jedoch vorsichtig zu bewerten (siehe Credit Focus Schwedische Banken vom 25. Januar 2016). Seit 2014 hat die Finanzaufsicht auch die Verantwortung für die Finanz- und Wirtschaftsstabilität. Daher ist es keine Überraschung, dass die Aufseher mit der geplanten Einführung einer Mindesttilgungspflicht nicht nur auf die Verbesserung der Schuldensituation der Haushalte, sondern vor allem auch auf die Vermeidung von Folgewirkungen für die Schwedische Wirtschaft abzielen.² Die Mindesttilgung von 2 % p.a. bei Krediten mit Beleihungsausläufen über 70 % soll voraussichtlich Mitte 2016 in Kraft treten.

Obergrenze für Privatverschuldung im Gespräch

Die Wirkung dieser Maßnahme ist umstritten. Bei steigenden Hauspreisen und Objektwertanpassungen, die die Beleihungsquote sinken lassen, bleibt die Amortisierungsphase aus bzw. verkürzt

¹ Kern der Regulierung ist die Verpflichtung der Marktteilnehmer zum Clearing ihrer außerbörslichen Standard-Derivatgeschäfte über eine Central Counterparty sowie die Meldung dieser OTC-Geschäfte an ein Transaktionsregister.

² Siehe Rede von Erik Thedéen "The housing market and household indebtedness". am 19.11.2015 beim Centre for Business and Policy Studies, [www. finansinspektionen.se](http://www.finansinspektionen.se)

sich. Eine Obergrenze für die Privatverschuldung könnte in diesem Fall eine bessere Absicherung gegen eine zu hohe Verschuldung darstellen. Entsprechende Überlegung der Aufsicht gibt es bereits. Die Einführung einer Obergrenze für die Privatverschuldung hatte bereits der IWF im letzten Jahr empfohlen. Großbritanniens und Irlands Verschuldungs-Einkommens-Grenze von 450 % bzw. 350 % gelten hier als Beispiele. Zuletzt äußerte sich auch die Schwedische Zentralbank kritisch und forderte, dass die geplante Mindesttilgung um eine einkommensbasierte Schuldengrenze für Privatpersonen zu ergänzen sei.

Der Bonität der schwedischen Covered Bonds kommen Mindesttilgung sowie eine Obergrenze für die Privatverschuldung, wenn auch nur mittel- bis langfristig, zugute. Eine höhere Amortisierung in der Deckungsmasse dürfte nicht nur die Kreditrisiken, sondern auch die Fristeninkongruenzen von Deckungsmasse und Covered Bonds und damit das Refinanzierungsrisiko verringern. Niedrigere Beleihungsausläufe als Folge einer eingeschränkten Verschuldung dürften sich ebenfalls positiv auf die Kreditrisiken auswirken.

Schwedische Entscheidungsträger aufmerksam und agil

Insgesamt halten wir die schwedische Aufsichtsbehörde und die Regierung für äußerst rege und aufmerksam, wenn es um die direkte (Mindestüberdeckung) oder indirekte (Erhöhung der Widerstandskraft der Haushalte und Banken) Qualitätssicherung von schwedischen Covered Bonds und den Erhalt eines funktionierenden schwedischen Covered Bond-Markts geht. Dies unterstreicht die systemische Bedeutung des Produktes und ist aus Investorensicht positiv zu werten.

Bankenbonität: Vorerst hohe Bonitätsnoten und stabiler Ausblick

Steigende Risiken bei privaten Immobilienkrediten

Angesichts des boomenden Häusermarktes in Schweden stellt die starke Ausrichtung auf private Immobilienkredite derzeit u.E. den größten Risikofaktor für Schwedens Banken dar. Aktuell gibt es allerdings noch keine Anzeichen für eine Korrektur der Immobilienpreise oder einen Anstieg der Kreditausfälle. Der Bonitätsausblick für die von uns beobachteten Banken ist daher nach wie vor stabil (siehe Credit Focus Schwedische Banken vom 25. Januar 2016).

Wohnungsmarkt Schweden: Warm, wärmer, heiß?

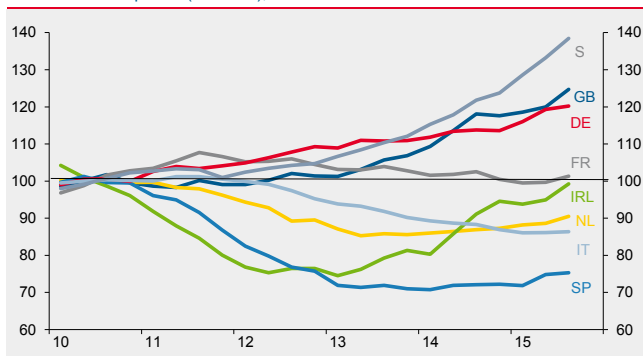
Hauspreise mit zweistelligen Raten gestiegen

Die schwedischen Hauspreise sind zuletzt dynamisch gestiegen und haben ein sehr hohes Niveau erreicht. Auch im europäischen Vergleich fällt die Dynamik weit überdurchschnittlich aus. Während die deutschen Hauspreise nach den letzten verfügbaren Daten der amtlichen Statistik von Mitte 2015 etwa 5 % über dem Vorjahresniveau lagen, beträgt der Vergleichswert für den schwedischen Wohnungsmarkt mehr als 13 %. Dabei unterscheiden sich die Gründe für den Preisanstieg in beiden Ländern nicht grundsätzlich: die gute konjunkturelle Lage (reales Wirtschaftswachstum in Schweden 2015 über 3 %), ein kräftiges Bevölkerungswachstum und eine viel zu niedrige Neubautätigkeit. Hinzu kommen die sehr niedrigen Zinsen, die die Attraktivität der Kapitalanlage in Immobilien erhöhen und die Erschwinglichkeit trotz hoher Preise gewährleisten.

Der Flüchtlingsstrom hat im vergangenen Jahr die Wohnraumknappheit weiter verschärft. So hat das nordeuropäische Land mit mehr als 160.000 Flüchtlingen bezogen auf die gesamte Bevölkerungszahl die meisten Menschen innerhalb Europas aufgenommen. Dagegen hat die Neubautätigkeit trotz der zunehmenden Angebotsengpässe vor allem in den Großstädten in den letzten Jahren nur leicht zugenommen. Die Zahl der Fertigstellungen erreichte in den ersten drei Quartalen 2015 etwa den Vorjahresstand. Der regionale Vergleich zeigt erwartungsgemäß, dass der Preisanstieg langfristig in den Ballungsräumen Stockholm, Malmö und Göteborg weit überdurchschnittlich ausfiel. Dennoch hat die Dynamik an Breite gewonnen und zuletzt selbst in den dünn besiedelten nordschwedischen Regionen für kräftige Preissteigerungen gesorgt.

Schweden im europäischen Vergleich vorne

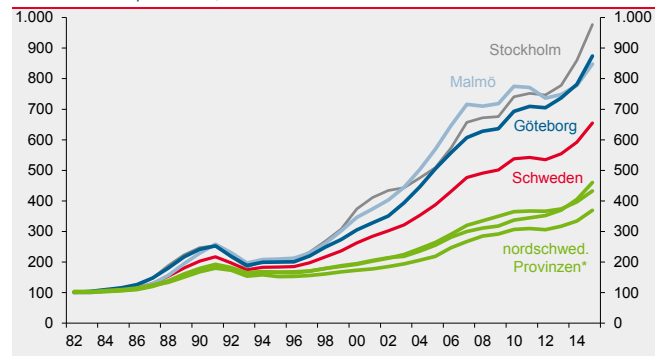
Wohnimmobilienpreise (Eurostat), 2010 = 100



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hohe Dynamik – nicht nur in Stockholm

Nationaler Hauspreisindex, 1981 = 100



*Northern Central Sweden, Central Norrland, Upper Norrland; Städte jeweils Großraum
Quellen: SCB Statistics Sweden, Helaba Volkswirtschaft/Research

Überhitzung am Wohnungsmarkt

Die schwedische Notenbank warnt schon seit einiger Zeit vor gestiegenen Risiken am Wohnungsmarkt. Dies gilt umso mehr, als der kräftige Hauspreisanstieg mit einer im internationalen Vergleich sehr hohen Verschuldung der privaten Haushalte einhergeht. Sie wird bezogen auf das jeweils verfügbare Einkommen in Europa nur von den Niederlanden und Dänemark übertroffen. Dagegen erscheint der Fremdkapitalanteil bei privaten Immobilienfinanzierungen zumindest in der Durchschnittsbetrachtung mit 67 % (Loan-to-Value, LTV) eher unkritisch. Die Notenbank sieht bei unverändert extrem expansiver Geldpolitik hier in erster Linie die Regierung und die Finanzaufsicht gefordert. Bei neuen Hypothekenkrediten gilt bereits eine Begrenzung des LTV auf 85 % und ab Mitte 2016 soll eine Mindesttilgung vorgeschrieben werden (LTV über 70 %: mindestens 2 %). Ob solche Maßnahmen ausreichen, eine fortschreitende Überhitzung am schwedischen Wohnungsmarkt zu verhindern, ist derzeit nicht absehbar. Jüngste Meldungen über erste Rücksetzer bei den Preisen in einigen zentralen Lagen Stockholms und skeptischere Preiserwartungen in Umfragen erinnern aber daran, dass jeder Immobilienboom irgendwann einmal zu Ende geht.

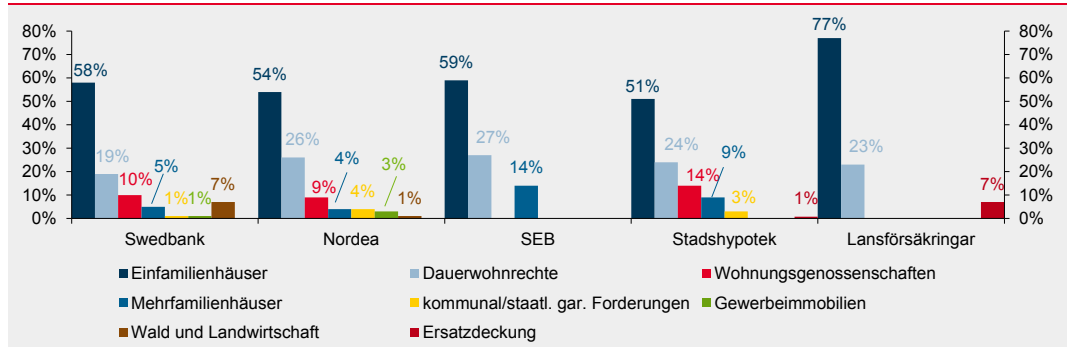
Immobilienmarkt und Kreditgeschäft mit nationalen Besonderheiten

Spezialität: Dauerwohnrechte und Wohnungsgenossenschaften

Schwedische Covered Bonds werden hauptsächlich zur Finanzierung von hypothekenbesicherten Immobilienkrediten begeben. Dadurch sind die Deckungsmassen höchst granular, so dass einzelne Kreditrisiken weniger zum Tragen kommen. Zwar sind Forderungen an den öffentlichen Sektor, auch als Teil der Ersatzdeckung, ebenfalls zulässige Werte in der Deckung, sie stellen jedoch meist nur einen sehr kleinen Teil der Sicherheiten dar. Unter Immobilienfinanzierungen sind in Schweden neben den klassischen Einfamilienhaus- und Mehrfamilienhausfinanzierungen vor allem Darlehen für „Bostadsrätter“ und für „Bostadsrättsföreningar“ zu verstehen.

Hoch granulare Deckungsmassen: Einfamilienhäuser und Dauerwohnrechte überwiegen

Deckungsmassen nach Nutzungsart (Emittenten-Namen gekürzt), Stand: 30.09.2015



Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kredite für Dauerwohnrechte mit Risiken ähnlich Eigenheimfinanzierungen

Das „Bostadsrätt“ bezeichnet ein dauerhaftes Nutzungsrecht an einer Wohnung (wörtlich „Wohnrecht“) in einer Wohnungsgenossenschaft (Bostadsrättsföreningar). Mit dem Kauf dieses Rechts erwirbt der Inhaber den Besitzanspruch der Wohnung (Dauerwohnrecht/Dauernutzungsrecht), aber nicht das Eigentum. Somit hat der Inhaber zwar weniger Rechte als ein Eigentümer und benötigt bei bestimmten Vorhaben, wie Umbaumaßnahmen, die Genehmigung der Wohnungsgenossenschaft. Gleichwohl sind die dauerhaften Nutzungsrechte in der Tat sehr schwer kündbare Mietverträge, so dass der wirtschaftliche Vergleich mit einem Eigentümer dennoch seine Berechtigung findet. Der Besitzer muss monatlich neben seinen Betriebskosten eine Abgabe an die Wohnungsgenossenschaft bezahlen, die häufig nur unwesentlich niedriger als die Miete für eine vergleichbare Wohnung ist. Insgesamt liegt die Abgabe zusammen mit der Rate eines eventuell aufgenommenen Kredits für das Dauerwohnrecht nach unseren Berechnungen meist sogar etwas über dem regionalen Mietpreis. Dennoch bleibt die Belastung attraktiv, da gerade in den Großstädten, in denen die Wartezeit auf Mietwohnungen extrem lang ist, eine große Nachfrage nach Dauernutzungsrechten besteht.

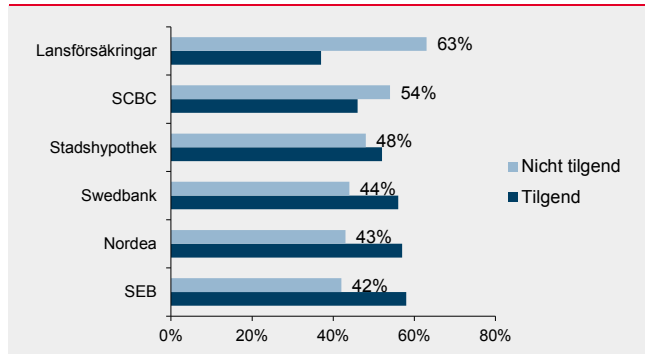
Das Dauerwohnrecht kann ge- und verkauft werden. Die Wertermittlung erfolgt daher nach gleichen Kriterien wie bei einer Objektbewertung (Lage, Baujahr, etc.). Da das wiederverkäufliche Wohnrecht als Sicherheit für einen Kredit dienen kann, behandeln es die Banken oft wie eine Immobilienhypothek und finanzieren diese Wohnform gerne und häufig. Daher sind diese Kredite unseres Erachtens unter Risikoaspekten ähnlich wie Einfamilienhausfinanzierungen zu sehen und sind somit positiv für die Kreditqualität der Deckungsmasse zu bewerten.

Kredite an Wohnungsgenossenschaften mit erhöhtem Kreditrisiko

Die „Bostadsrättsföreningar“ ist die Wohnungsgenossenschaft oder Eigentümergesellschaft, die Eigentümer eines Hauses ist und es verwaltet. Diese Gesellschaften besitzen entweder mehrere Häuser, zum Teil über ganze Wohnviertel hinweg, oder stellen Vereinigungen von Privatpersonen dar, die gemeinsam eine Immobilie besitzen und ihre Wohneinheit entweder selbst bewohnen oder das Wohnrecht verkauft haben. In jedem Fall kann die Gesellschaft auf eigene Rechnung Kredite zu Bau- oder Renovierungszwecken aufnehmen. Die Bedienung der Kredite wird über die Abgaben der Dauerwohnrechts-Besitzer dargestellt. Diese Kredite stellen für Covered Bonds ein höheres Risiko als Wohnimmobilienkredite dar und sind am ehesten mit Mehrfamilienhausfinanzierungen zu vergleichen.

Anteil nicht-tilgender Kredite vergleichsweise hoch

Deckungsmassen* nach Tilgungsart, in % der Deckung, Stand: 30.09.2015



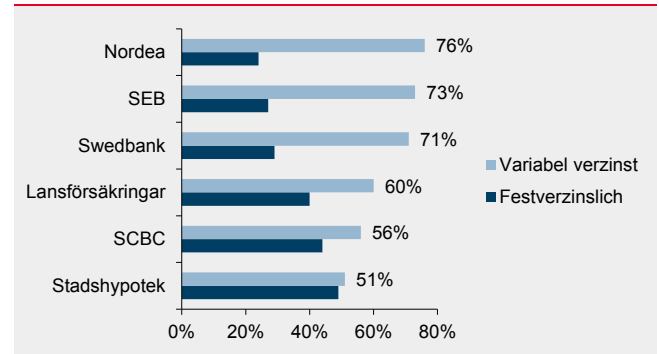
*Emittenten-Namen gekürzt

Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hoher Anteil nicht-tilgender und variabel verzinsten Kredite belastet

Variabel verzinsten Kredite dominieren

Deckungsmassen nach Zinsart (Emittenten-Namen gekürzt), Stand: 30.09.2015



Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Immobilienfinanzierungen sind in Schweden überwiegend nicht tilgende, variabel verzinsten Kredite, so dass auch deren Anteil in den Deckungsmassen überwiegt. Wir bewerten es zwar positiv, dass der dominierende Anteil an nicht tilgungspflichtigen Krediten vornehmlich aus risikoärmeren Krediten (d.h. Finanzierungen von Einfamilienhäusern und Dauerwohnrechten) besteht. Immerhin haben diese Kreditnehmer ihre Darlehen nicht auf Miet- oder Abgabenzahlungen abgestellt. Gleichwohl setzen nicht tilgungspflichtige oder variabel verzinsten Verträge den Schuldner der Gefahr aus, bei sich verringernden Einkommen oder Vermögen und/oder steigenden Zinsen den Kredit nicht mehr bzw. nicht vollständig bedienen zu können.

Möglicher Preisrückgang hätte zeitversetzte Auswirkung

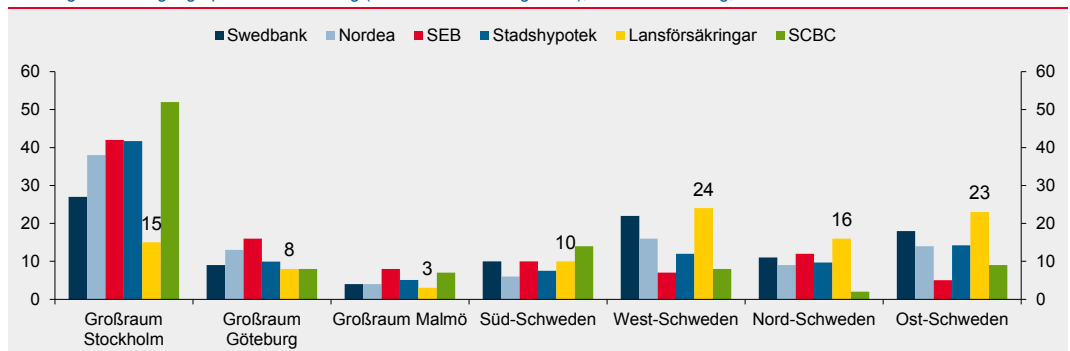
Ein Preisrückgang bei Immobilien dürfte zu Anpassungen der Sicherheitenbewertung und somit zu steigenden Beleihungsquoten in den Deckungsmassen führen. Grund dafür ist vor allem die Objektbewertung auf Marktwertbasis, aber auch die überwiegend konzentrierte, geographische Lage der sichernden Objekte. Allerdings sind schwedische Banken gemäß Gesetz erst bei einem starken Preisverfall (der Verband der schwedischen Emittenten nennt hier nach unserem Verständnis als Richtmaß 15 %) angehalten, die Bewertung der Objekt- und Nutzungswerte, die die Deckungswerte absichern, zu überprüfen und sicherzustellen, dass die Beleihungsquote der Deckungswerte innerhalb der gesetzlich vorgeschriebenen Beleihungsgrenzen bleibt. Das könnte zu zeitversetzten deutlichen Änderungen von Beleihungs- und Überdeckungsquoten führen.

Löwenanteil der Deckungswerte in und um Großstädte

Die Deckungswerte setzen sich vorwiegend aus schwedischen selbstgenutzten Wohnimmobilien zusammen, deren Löwenanteil sich in den Großraumgebieten rund um die Städte Stockholm, Göteborg und Malmö befindet.

Lansförsäkringar Hypothek besonders aktiv im ländlichen Bereich

Deckungsmassen* geographischer Verteilung (Emittenten-Namen gekürzt), in % der Deckung, Stand: 30.09.2015



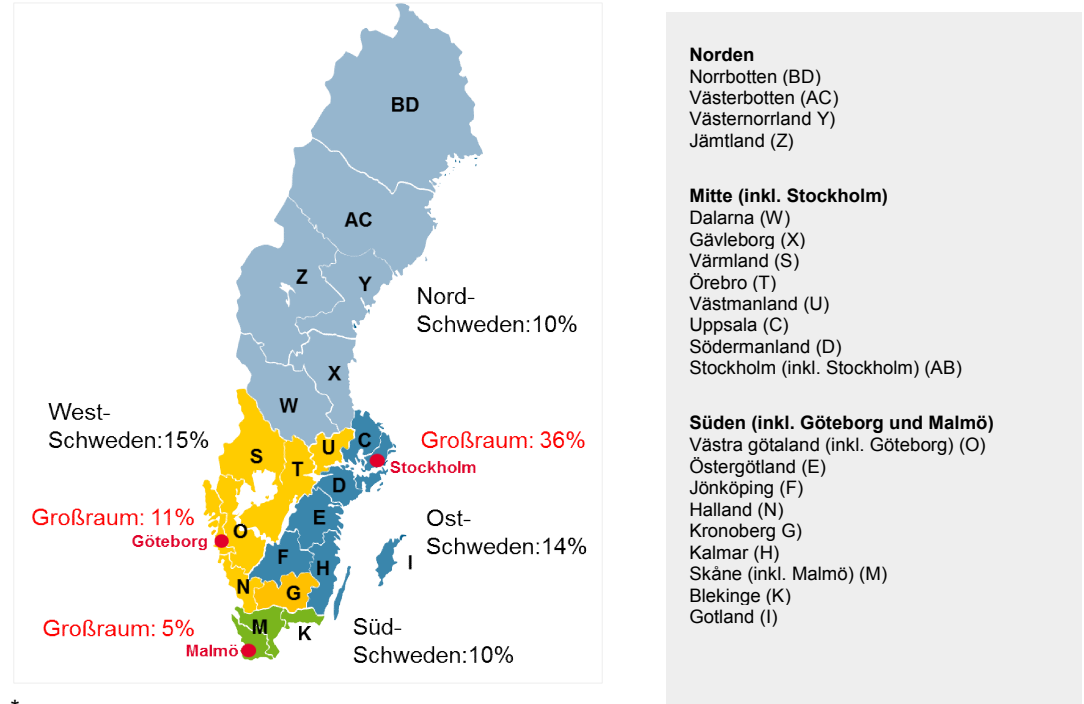
*Emittenten-Namen gekürzt

Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Im Vergleich zu anderen Deckungsmassen verteilen sich die Kredite der Swedbank Hypotek und vor allem der Lansförsäkringar Hypotek besser über die Regionen Schwedens. Zwar fand wie beschrieben in allen Regionen mittlerweile ein merklicher Hauspreisanstieg statt, dieser fällt jedoch in den ländlichen Gebieten um einiges weniger stark aus. Dies könnte diesen Deckungsmassen bei einem Preisrückgang zugutekommen.

Durchschnittswerte zeigen Konzentrationen im Großraum Stockholm und Göteborg auf

Verteilung der ungewichteten Durchschnittswerte der Deckungsmassen* nach Regionen, Stand:30.09.2015



*Swedbank Hypotek, Nodea Hypotek, SEB, Stadshypotek, SCBC, Lansförsäkringar Hypotek
Quellen: Emittentenwebsites, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bewertung auf nachhaltigem Marktwert – schwer greifbar

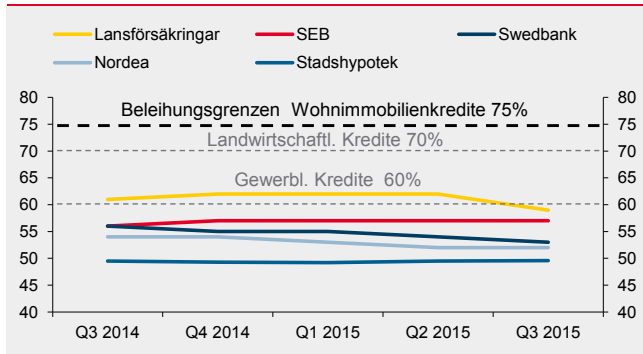
Bei den schwedischen Covered Bonds orientiert sich die gesetzlich vorgegebene Wertermittlung am Marktwert auf Basis einer individuellen Bewertung. Für Ein- und Zweifamilienhäuser und Dauerwohnrechte ist jedoch die Bewertung bei Neukreditvergabe auf Basis der allgemeinen Preislage erlaubt. Bei der Überdeckungsrechnung werden Preissteigerungen oder -rückgänge somit berücksichtigt. Zwar ist positiv zu vermerken, dass das Gesetz eine Marktwertermittlung vorschreibt, die spekulative und vorübergehende Umstände ausschließen soll. Gleichwohl ist diese Vorgabe wenig konkret. Sie steht somit im Wettbewerb mit anderen vergleichbaren Mechanismen im Covered Bond-Markt, die z.B. durch Auf- und Abschläge bei Preisrückgängen und -steigerungen eine Überreibung bei der Deckungsrechnung verhindern sollen.

Konservative Ermittlung der Beleihungsquoten bei bestimmten Krediten

Positiv bewerten wir die konservative Errechnung der Beleihungsquoten, die zum Tragen kommt, wenn ein Objekt mehrere Kredite von einer oder mehreren Banken besichert. In diesem Fall gibt die Beleihungsquote des nachrangigsten Kredits des Emittenten die Beleihungsquote für alle Kredite, also für den „Gesamtkredit“ des Emittenten, vor. Daher kann die Beleihungsquote bei solchen Krediten deutlich höher liegen als wenn die Beleihungsquote den genauen Rang zum Objekt berücksichtigte. So mag die durchschnittlich gewichtete Beleihungsquote der Deckungsmasse zwar ebenfalls etwas höher liegen, der konservative Effekt dieser Berechnung auf diese wichtige Quote dürfte jedoch aufgrund des geringen Anteils solcher Kredite eher begrenzt sein.

Noch deutlicher Puffer zur Beleihungsgrenze, ...

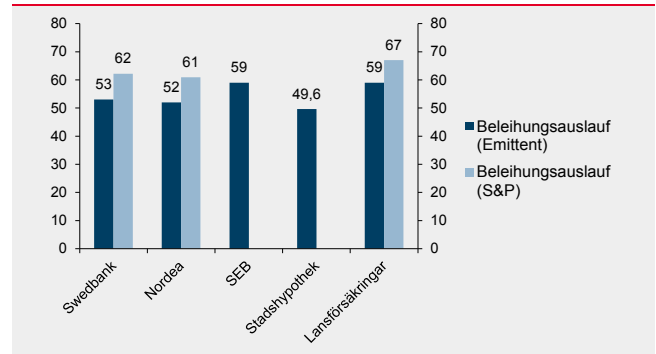
Entwicklung durchschnittlich gewichteter Beleihungsquoten der Deckungsmassen*



*Emittenten-Namen gekürzt
Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

...doch S&P Vergleichswerte zeigen höhere Werte

Deckungsmassen* nach Beleihungsquoten, Stand: 30.09.2015



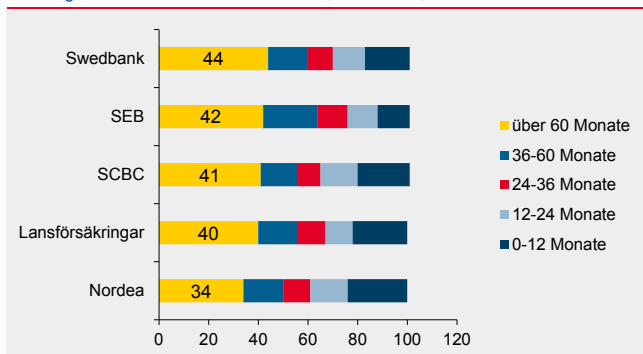
*Emittenten-Namen gekürzt
Quellen: Emittenten, S&P, Helaba Volkswirtschaft/Research

Beleihungsquoten dürften
teils auf Überhitzung
beruhen

Bei einem Durchschnittsalter von mehrheitlich 5 bis 6 Jahren ist unseres Erachtens nicht auszuschließen, dass die starken und eventuell nicht nachhaltigen Hauspreisanstiege der letzten Jahre in einigen Bewertungen ihren Niederschlag gefunden haben. Allein 2015 stiegen die Preise im Durchschnitt um etwa 12 %, in Stockholm um etwa 15 %. Bei den untersuchten Deckungsmassen stammen etwa 20 % der Kredite aus diesem Jahr. Zu der Erkenntnis, dass die berichteten Beleihungsquoten etwas zu niedrig sind, gelangt man auch, wenn man die von S&P angegebenen Vergleichswerte hinzuzieht. Diese liegen bis zu 9 % über den von den Emittenten angegebenen Beleihungsquoten.

Mehrheit der Kredite nicht älter als 5 Jahre

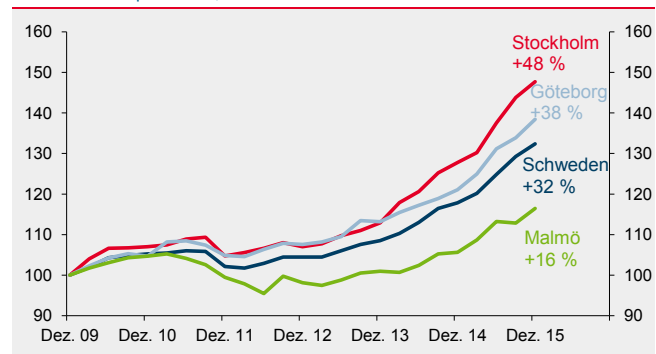
Deckungsmassen* nach Alter der Kredite, Anteil in %, Stand: 30.09.2015



*Emittenten-Namen gekürzt
Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Durchschnittl. Hauspreisanstieg seit 6 Jahren: 32 %

Nationaler Hauspreisindex, 12.2009=100



Quellen: SCB Statistics Sweden, Helaba Volkswirtschaft/Research

Keine gravierenden Bonitätseinbußen bei Preisrückgang zu erwarten

Sensitivitätsanalyse
vorgeschrieben – aber
selten veröffentlicht

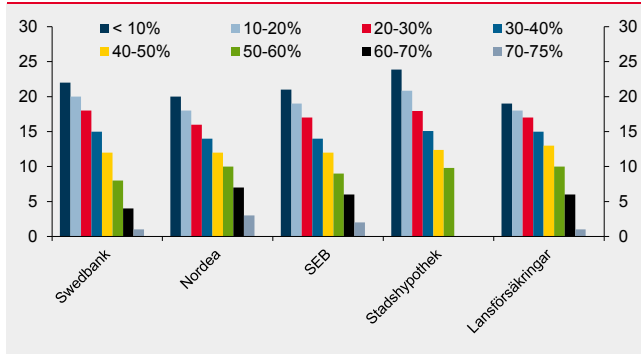
Das schwedische Gesetz verlangt von den Emittenten eine Sensitivitätsanalyse, in der in regelmäßigen Abständen die Auswirkungen von möglichen Objektwertveränderungen auf die Beleihungsquote analysiert werden soll. Allerdings veröffentlichen die meisten Emittenten (einzige Ausnahme nach unserem Verständnis: Swedbank) diese Analysen noch nicht. Sie sind jedoch angehalten, diese an die Aufsicht zu übermitteln.

Wir untersuchen selbst:
Auswirkung eines Preis-
verfalls

Da eine Überhitzungsgefahr nicht ausgeschlossen werden kann, nehmen wir die Situation zum Anlass und untersuchen verschiedene Szenarien von Preisrückgängen (5 % bis 40 %) und ihre Auswirkung auf die Überdeckung der Covered Bonds. Dafür betrachten wir das Ausmaß eines möglichen Anstiegs von Beleihungsquoten, da z.B. Wohnimmobilienkredite mit einer Beleihungsquote über 75 % nicht deckungsfähig sind und zumindest der über dieser Grenze liegende Kreditteil aus der Deckung genommen werden müsste. Folglich könnten die Überdeckungsquoten sinken, während die ratingerhaltenden Überdeckungsquoten aufgrund erhöhter Kreditrisiken steigen.

Bis zu 10 % der Deckungsmassen mit LTV über 60 %

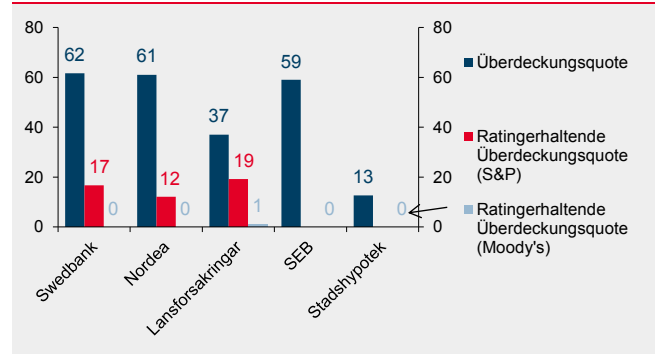
Deckungsmassen* nach Beleihungsauslauf-Bändern#, Stand: 30.09.2015



*Emittenten-Namen gekürzt; #Kredite werden mit der Beleihungsquote auf Basis ihres Rangs (Kreditteil/Objektwert) in die Bänder eingeordnet.
Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Überdeckungsquoten geben Raum für Preisrückgang

Überdeckungsquoten in %, Stand: 30.09.2015



Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Annahme: 75 % als maximale Beleihungsquote für gesamte Deckung

Unsere Untersuchung basiert auf den Angaben der Emittenten zu der Verteilung der gesamten Deckungsmasse nach Beleihungsquote-Bändern. Aufgrund der nur aggregiert zur Verfügung stehenden Daten haben wir zu Untersuchungszwecken angenommen, dass die Deckungsmassen nur Wohnimmobilienkredite enthalten, und alle Werte daher bis zu einer Beleihungsquote von 75 % deckungsfähig sind. Daher gehen wir bei Veränderungen der Beleihungsquote aufgrund von Immobilienpreisrückgängen davon aus, dass Kreditteile ab einer Beleihungsgrenze von 75 % für die Deckung nicht mehr zur Verfügung stehen und bei der Überdeckungsrechnung herausfallen. Zwar bestehen die Deckungsmassen manchmal auch aus Deckungsvermögensarten, bei denen niedrigere Beleihungsgrenzen greifen. Deren Anteil ist i.d.R. jedoch sehr gering.

Analyse 1: Mittelwerte der Beleihungsquoten-Bänder als Startpunkt

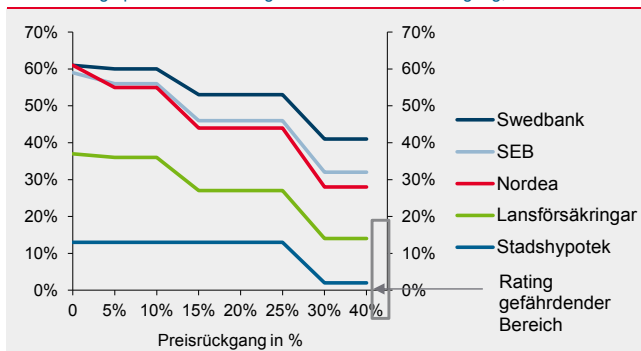
Zudem ordnen wir für die erste Analyse der dem jeweiligen Band zugeordneten Deckungsmasse die mittlere Beleihungsquote dieses Bands (z.B. 55 % für den Deckungsbetrag im Band 50-60 %) zu, um eine Start-Beleihungsquote für Immobilienwertveränderungen je Deckungsbetrag zu erhalten.

Analyse 2: Höchstwerte der Beleihungsquoten-Bänder als Startpunkt

Für die zweite, konservativere Analyse teilen wir der dem jeweiligen Band zugeordneten Deckungsmasse die höchstmögliche Beleihungsquote dieses Bands zu (z.B. 60 % für den Deckungsbetrag im Band 50-60 %). Dadurch entsteht eine Unschärfe in den Ergebnissen, die diese dadurch konservativer ausfallen lassen.

Analyse 1: Bis 40% Preisrückgang meist keine Gefahr

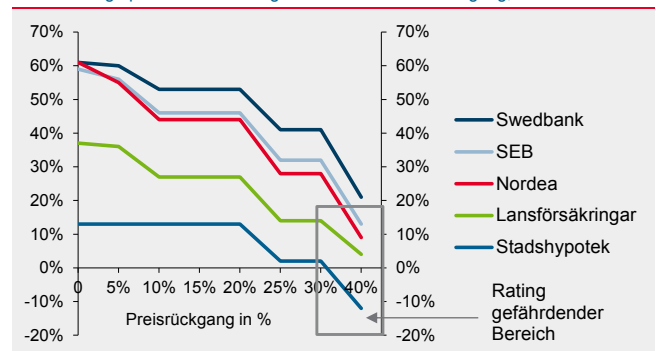
Überdeckungsquoten der Deckungsmassen nach Preisrückgang, Stand:30.09.2015



Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Analyse 2: Bis 30% Preisrückgang meist keine Gefahr

Überdeckungsquoten der Deckungsmassen nach Preisrückgang, Stand:30.09.2015



Quellen: Emittenten, Helaba Volkswirtschaft/Research

Sensitivitätsanalyse mit unbedenklichem Ergebnis

Unsere Sensitivitätsanalyse zeigt, wie die aktuelle Überdeckungsquote mit zunehmendem Preisrückgang sinkt. Der im jeweiligen Szenario angenommene Preisrückgang führt in unserer Untersuchung zunächst zu steigenden Beleihungsquoten und infolge dessen zur Herausnahme von Deckungsbeträgen mit einer Beleihungsquote von über 75 %, da dieser Betrag nicht mehr deckungsfähig ist. Für unsere Einschätzung zur Widerstandsfähigkeit der Covered Bonds Ratings überprü-

Covered Bonds sind
deutlichen Preisrückgängen
gewachsen

fen wir, ob die ermittelte Überdeckung im jeweiligen Preisrückgangsszenario noch über der rating-erhaltenden Überdeckung des jeweiligen Covered Bonds liegt. Zwar berücksichtigt unsere Untersuchung nicht die steigenden Überdeckungsanforderungen der Ratingagenturen, sollten die Beleihungsquoten in die Höhe klettern. S&P gab im Januar 2015 an, dass bei einem Preisrückgang von 30 % die rechnerische ratingerhaltende Überdeckung im Schnitt um 13,4 % steigen würde. Dennoch zeigen die Ergebnisse in Form der gesunkenen Überdeckungsquoten eine gewisse Komfortzone an, so dass wir annehmen, dass es in den unterstellten Szenarien zu keinen gravierenden Bonitätsveränderungen kommen dürfte.

Dazu zählt als Ergebnis der ersten Analyse der Bereich bis etwa 40 % Preisrückgang. In diesem Szenario dürften bei den untersuchten Covered Bonds nur die Ratings der Stadshypothek und von Lansförsäkringar Hypothek unter Druck kommen, nimmt man als Schwellenwert die aktuelle ratingerhaltende Überdeckung. Allerdings ziehen Emittenten in solch einem Szenario häufig die Option der Erhöhung der Überdeckung als ratingerhaltende Maßnahme.

Das Ergebnis der zweiten Analyse, die wohlgernekt sehr strenge Annahmen zugrunde legt, reicht die Komfortzone immerhin bis zu einem Preisrückgang von etwa 30 %. Berücksichtigt man den durchschnittlichen Preisanstieg der letzten 6 Jahre von etwa 32 %, dürfte selbst dieses Ergebnis Anleger beruhigen.

Zusammengefasst stellen wir fest, dass die hohe Überdeckung schwedischer Covered Bonds enorme Verschlechterungen der Kreditqualität abfedert und dadurch die Stabilität der Bonität in einem hohen Maße sicherstellen kann. Erst bei einem Hauspreisrückgang zwischen 30 % bis 45 % je nach anfänglicher Überdeckungshöhe rechnen wir mit Bonitätsverschlechterungen. Ein womöglich heilendes Aufstocken der Deckungsmasse dürfte den schwedischen Banken in diesem Szenario kaum möglich sein, da der Großteil der deckungsfähigen Hypothekenkredite in den Bankbüchern bereits als Deckungswert genutzt wird (siehe Credit Focus vom 25. Januar 2016, S.4)

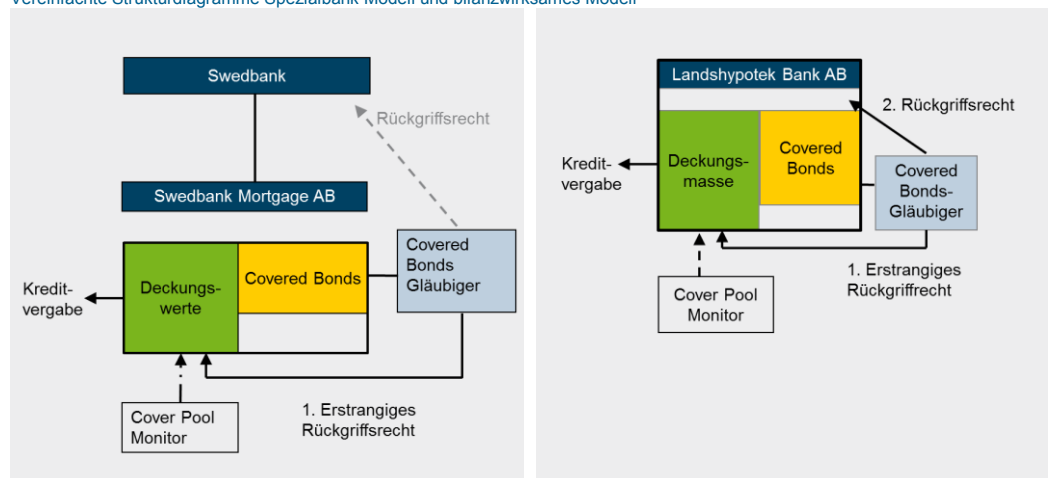
Ein Covered Bond-Rechtsrahmen, zwei Emittentenmodelle

Gesetze setzen konservativen Rahmen

Zur Emission von Covered Bonds benötigen alle schwedischen Emittenten, ob traditionelle Spezialbank oder Universalbank, eine spezielle Lizenz der Bankenaufsicht (Finansinspektionen). Die Papiere unterliegen einem eigenen Gesetzesrahmen, stellen – entsprechend den typischen Eigenschaften für Covered Bonds – direkte, unbedingte Verbindlichkeiten des Emittenten dar und sichern den Gläubigern im Insolvenzfall der Bank ein vorrangiges Rückgriffsrecht auf die sichernde Deckungsmasse. Seit 2004 erlaubt der Gesetzesrahmen auch Universalbanken die Emission von Covered Bonds. Zuvor war dies den spezialisierten Hypothekenbank vorbehalten. So kennt Schwedens Covered Bond-Markt aus historischen Gründen zwar zwei unterschiedliche Emittentenmodelle, beide unterliegen jedoch einem einzigen Covered Bond-Rahmenwerk. Vermutlich ist das der Grund für den zu einigen Themen vergleichsweise sparsamen Detailgrad der Regelungen. Immerhin müssten solche Vorgaben beiden Modellen gerecht werden.

Schwedens Covered Bond-Emittenten sind Spezial- und Universalbanken

Vereinfachte Strukturdiagramme Spezialbank Modell und bilanzwirksames Modell



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Rechtlicher Rahmen sichert Rückgriff auf Deckungswerte

In Schweden werden sämtliche Deckungswerte und Covered Bonds in einem Register eingetragen. Dies schafft in der Insolvenz Klarheit über die Zuordnung der Vermögenswerte und sichert den Covered Bond-Gläubigern und Derivatekontrahenten im Insolvenzfall das vorrangige Rückgriffsrecht auf die Deckungsmasse. Desweiteren schützt die Pflicht des Emittenten zur getrennten Buchführung von eingehenden Zahlungen aus den Deckungswerten vor einem nennenswerten Vermischungsrisiko im Insolvenzfall des Emittenten. Auch das Rückforderungsrisiko aus dem Deckungsstock in die Insolvenzmasse dürfte nicht entstehen.

Spezialinstitut-Struktur mit mehr Vorteilen als Risiken

Neben der institutsspezifischen Selbständigkeit im Rahmen des Spezialbank-Modells kommt den Gläubigern auch die spezialisierte Geschäftstätigkeit des Emittenten zugute. Einerseits löst die Insolvenz der Mutterbank gemäß dem schwedischen Insolvenzrecht nicht unweigerlich die Insolvenz der Tochtergesellschaft aus. Andererseits entfällt auch das Aufrechnungsrisiko, das durch Kreditnehmer mit Einlagen beim gleichen Institut möglicherweise entsteht und die Zahlungsströme verringern oder verzögern könnte. Wir bewerten das Spezialbank-Modell als grundsätzlich positiv. Zwar kann die Rückgriffsmöglichkeit der Covered Bond-Gläubiger im Falle von Restansprüchen nach Verwertung der Deckungsmasse und der Insolvenzmasse des Emittenten auf die Mutterbank fallweise möglich sein. Gleichwohl messen wir diesem Rückgriffsrecht wegen seiner zeitlichen Verzögerung keine große finanzielle Bedeutung bei.

Rechtsrahmen lässt Spielraum - Regelungen zu Derivaten positiv

Gemischte Deckung erlaubt...	Insgesamt regeln die rechtlichen Rahmenbedingungen die für Covered Bonds üblichen Details zur Erfüllung der UCITS und CRR-Kriterien. Dazu gehören das vorrangige Rückgriffrecht auf die Deckungsmasse, eine zuständige Aufsichtsbehörde, das Deckungsprinzip, die zulässigen Deckungswerte, Vorgaben zur Berichterstattung usw. Als Deckungswerte erlaubt das Covered Bond-Rahmenwerk eine Mischung aus Finanzierungen von wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Immobilienkrediten (letztere sind auf 10 % der Deckungsmasse beschränkt), Krediten besichert durch land- und forstwirtschaftliche Güter, Forderungen an den öffentlichen Sektor und Ersatzdeckung.
...Gewerbeimmobilienkredite und Ersatzdeckung mit Begrenzungen	Beschränkungen der Zusammensetzung der Deckungsmasse gibt es jedoch hinsichtlich des Anteils von gewerblichen Immobilienkrediten und der Ersatzdeckung. Diese werden gemäß Gesetz auf 10 % bzw. 20 % beschränkt.
Vorteilhaft: Mehrheitlich schwedische Deckungswerte	Die Vorgaben zur geografischen Zusammensetzung der Deckungsstöcke begrenzen diese auf die Länder des Europäischen Wirtschaftsraums. Dennoch liegt der Schwerpunkt der Deckungsmassen auf schwedischen Werten, was die meisten Anleger wegen der einfacheren Risikoeinschätzung begrüßen dürfte.
Detaillierte Regelungen zu Derivaten stärkt Qualität	Schwedens Gesetz fällt besonders im Bereich Derivate positiv auf, da es Qualitätsstandards, wie Mindestrating des Kontrahenten bei Abschluss (A3/A-/A-), Kündigungsverbot bei Insolvenz des Emittenten und einseitige Besicherung, regelt. Derivate sind in schwedischen Deckungsmassen traditionell stark vertreten. Häufig ist die Mutterbank der größte Kontrahent. Hier gilt es, bei Verschlechterung des Ratings geeigneten Ersatz zu finden. Dieses Risiko haben alle Covered Bonds, die durch Derivate unterstützt werden, gemein. Denn in anderen Rechtssystemen werden Mindestrating und andere Regelungen aufgrund von Ratingagenturvorgaben in der Regel in Verträgen festgelegt.
Keine gesetzliche Mindestüberdeckung	Im Gegensatz zu vielen anderen Covered Bond-Gesetzen schreibt das schwedische Rahmenwerk keine gesetzliche Mindestüberdeckungsquote vor. Die Deckungsmasse soll die ausstehenden Covered Bonds lediglich jederzeit übersteigen. Immerhin gilt diese Vorgabe nicht nur auf Basis der Nominalwerte, sondern auch barwertig und unter Einbeziehung von Derivaten und unter Berücksichtigung von genau vorgegebenen Stressszenarien für das Zins- und Währungsrisiko. Beide Deckungstests werden täglich durchgeführt. Positiv bewerten wir auch die klare, wenn auch allgemeine Vorgabe, dass der Emittent jederzeit die vollständige und pünktliche Bedienung aller Verbindlichkeiten sicherstellen soll.
Emittenten häufig mit Selbst-Verpflichtung zur Mindestüberdeckung	In der Praxis legen sich einige Emittenten selbst ein bestimmtes Maß an freiwilliger Mindestüberdeckung auf, um die Qualität der Anleihen zu erhöhen. Da die Mehrheit der schwedischen Covered Bonds sehr hohe freiwillige Überdeckungswerte aufweist, erachten wir diese „selbstaufgelegten“ Mindestüberdeckungsquote als einfaches Mittel, um den gesetzlichen Mangel wenigstens teilweise wieder gut zu machen.
Positiv: Kredite in Verzug seit über 60 Tagen nicht im Deckungstest	Als positiv bewerten wir auch die Herausnahme der über 60 Tage überfälligen Kreditforderungen aus den täglichen Deckungstests. Somit wird sichergestellt, dass stärker notleidende Kredite nicht mehr als werthaltige Deckung angerechnet werden.
Angemessen: Regelungen zum Deckungsprüfer	Die Regelungen zur Überwachung der gesetzlichen Vorgaben vor Insolvenz sind unseres Erachtens dem Marktstandard angemessen. Der unabhängige Deckungsprüfer wird von der schwedischen Bankenaufsicht für jeden Emittenten bestellt. Zu seinen Pflichten gehören die Überprüfung des Deckungsregisters und der Derivateverträge, die Kontrolle der Deckungs- und Marktrisikotests und die Inspektion der Neubewertung der sichernden Objekte. Er berichtet der Bankenaufsicht mindestens jährlich, bei besonderen Ereignissen auch öfter.

Bei Hauspreisrückgängen müssen Marktwerte überprüft werden

Marktwert als Basis für Beleihungsgrenze

Bei einem Kredit mit einem Beleihungsverhältnis (Kreditbetrag / Immobilienwert) von 75 % auf Basis des Marktwerts kann der Preis der Immobilie um 25 % sinken, ohne dass der Kreditgeber bzw. der Covered Bond-Gläubiger bei der Verwertung einen Verlust hinnehmen muss. Wurde das Beleihungsverhältnis auf Basis des in Deutschland üblichen Beleihungswerts ermittelt, steigt der zu verkraftende Wertverlust der Immobilie auf 30 - 40 %. Somit stellt die Wahl des Besicherungsmaßes ein wichtiges Kriterium bei der Beurteilung von Covered Bonds-Programmen dar.

Starker Preisverfall verlangt Überprüfung der Sicherheitenwerte

In Schweden gilt üblicherweise der Marktwert als Berechnungsbasis. Positiv bewerten wir die Vorgabe des Gesetzes, bei starken negativen Hauspreisentwicklungen die Objektwerte zu überprüfen, gegebenenfalls anzupassen und Deckungswerte mit Beleihungsquoten über den gesetzlich vorgegebenen Schwellenwerten aus der Deckung zu nehmen. Nur so kann die Qualität der Deckungstests und eine Anpassung der Deckung gewährleistet werden.

Allerdings schließen diese Vorgaben nicht aus, dass es zur zeitweiligen, wenn auch nicht sichtbaren Unterdeckung kommen kann. Dafür spricht die möglicherweise zeitverzögerte Anpassung der Beleihungsquoten, da diese bei leicht sinkenden Hauspreisen noch nicht vorgenommen werden muss.

	Schwedische Covered Bonds	Pfandbriefe
Mindestüberdeckung	Keine, aber Vorgabe, dass Deckung > Covered Bonds , und zwar nominal und barwertig nach Stressannahmen	2 % barwertig nach Stressannahmen
Beleihungsgrenze („Loan-to-value“, LTV)	Wohnimmobilienkredite: 75 % Landwirtschaftskredite: 70 % Gewerbeimmobilienkredite: 60 %	Wohn- und Gewerbeimmobilienkredite: 60 % des Beleihungswerts
Besicherungsmaß	Marktwert, regelmäßige Beobachtung, Überprüfung wenn das allgemeine Preisniveau stark gesunken ist	Beleihungswert, regelmäßige Beobachtung, Überprüfung, wenn das allgemeine Preisniveau stark gesunken ist

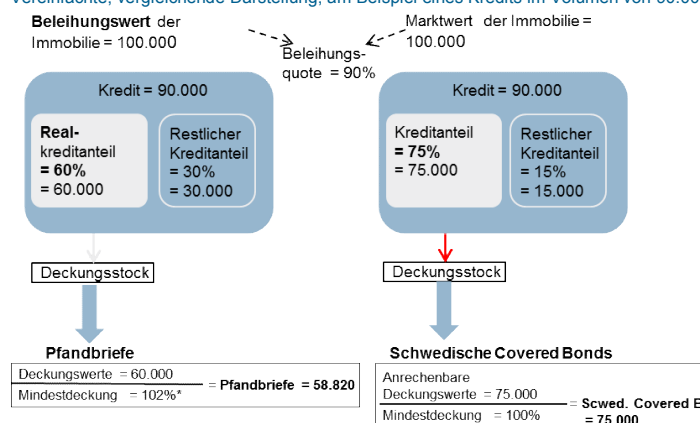
Quellen: ECBC, Standard & Poor's Rating Services, Helaba Volkswirtschaft/Research

Beleihungsgrenze, Anrechenbarkeit

Bei deutschen Pfandbriefen bezeichnet die Beleihungsgrenze von 60 % den, auch Realkreditanteil genannten, Teil des Kredits, der Pfandbriefe besichern darf. Bei schwedischen Covered Bonds kann ebenfalls bis zur vorgeschriebenen Beleihungsgrenze (s. Tabelle) nur der Kreditanteil bis zu dieser in Grenze in die Deckungsmasse aufgenommen werden.

Beispiel: Ermittlung des maximalen Emissionsvolumens für Covered Bonds

Vereinfachte, vergleichende Darstellung, am Beispiel eines Kredits im Volumen von 90.000,- EUR



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Absicherung von Marktrisiken durch Derivate und Überdeckung

Emittenten bleiben flexibel

Schwedens Covered Bond-Gesetzgebung stellt die vollständige und zeitgerechte Zahlungspflicht des Emittenten klar in den Vordergrund. So schreibt sie zunächst prinzipiell vor, dass Inkongruenzen von Fälligkeiten, Zinssätzen und Währungen zu vermeiden oder abzusichern sind, lässt den Emittenten jedoch die Flexibilität, mit welchem Mittel und in welchem Maße. Damit besteht de facto eine Forderung nach Überdeckung und Aktiv-Passiv-Stresstests. Bei der Einhaltung der Anforderung setzen schwedische Covered Bonds zur Absicherung der Zins- und Währungsrisiken Derivate ein. Zu diesem Thema glänzt das Gesetz mit vielen Detailvorgaben.

Wenig Vorgaben zur Liquiditätsvorsorge ...

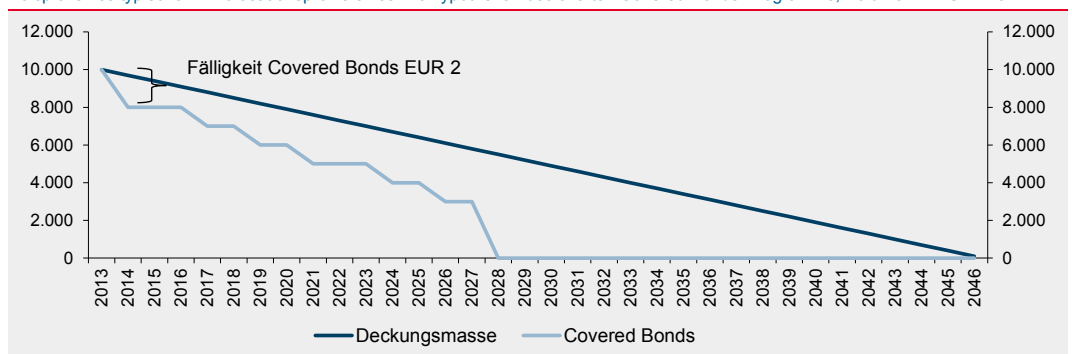
Vergleichsweise schwach sind die Vorgaben zur Liquiditätsvorsorge. Zwar lässt der Rechtsrahmen den Emittenten auch hier die Freiheit, Ersatzdeckung und damit liquide Mittel bis zu 20 % der Deckung vorzuhalten. Allerdings wird dies derzeit nur wenig genutzt. Andere zwingende Absicherungsmittel, wie Liquiditätstests und Liquiditätsreserven, gibt das Gesetz nicht vor. Die mögliche Absicherung einer Liquiditätslücke durch Fälligkeitsverschiebung von Covered Bonds (Soft Bullets) wird von Schwedischen Covered Bonds zudem nicht genutzt.

... Insolvenzverwalter mit hoher Verantwortung

So müssen sich Anleger wohl auf die Schnelligkeit des Insolvenzverwalters verlassen, der befugt ist, Deckung zu verkaufen und auch Liquiditätskredite aufzunehmen. Nach unserem Verständnis kann er jedoch keine Repo-Geschäfte mit der Zentralbank abschließen und auch keine neuen Covered Bonds emittieren, um die Liquiditätssituation schnell zu verbessern und den Ausfall der Covered Bonds zu verhindern. Immerhin wird dem Liquiditätsgeber ein vorrangiges Recht, d.h. vor den Covered Bond-Gläubigern, auf die Deckung eingeräumt, welches die Attraktivität eines solchen Liquiditätskredits für den Kreditgeber verbessern und das Abschließen beschleunigen sollte.

Liquiditätsrisiko besonders hoch bei hohen Fälligkeiten nach Insolvenz des Emittenten

Beispiel eines typischen Amortisationsprofils eines mit Hypotheken besicherten Covered Bonds-Programms, Volumen in EUR Mio.



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Gute Alternative zu Pfandbriefen

Insgesamt ist die Bonität von schwedischen Covered Bonds und von deutschen wohnwirtschaftlichen Hypothekendarlehenpfandbriefen durchaus vergleichbar. Immerhin ist die systemische Bedeutung des Produkts in beiden Ländern äußerst groß. Für schwedische Covered Bonds sprechen vor allem die in der Regel sehr hohe Überdeckung und die guten bis sehr guten Bankenratings. Die Rahmenbedingungen auf diesen Märkten sind jedoch unterschiedlich. Zwar profitieren beide Märkte von einem einheitlichen Gesetz. Der schwedische Gesetzesrahmen adressiert jedoch einige Risiken wie beispielsweise das Liquiditätsrisiko nicht oder nicht so detailliert wie das Pfandbriefgesetz. Hypothekendarlehenpfandbriefe profitieren darüber hinaus von niedrigen Beleihungsquoten auf Basis des Beleihungswerts.

Rechtlicher Rahmen im Überblick

Schwedische Covered Bonds		Pfandbriefe
Rechtsgrundlage, Emittent, Regelung im Insolvenzfall		
Rechtsgrundlage	Covered Bond Issuance Act, (Lag 2003: om utgivning av säkerställda obligationer), FFFS 2013: 01 Finansinspektionens Regulations and Guidelines regarding covered bonds)	Pfandbriefgesetz vom 22. Mai 2005, geändert 2009, 2010, 2011, 2013 und 2014.
Emittent	Universalbank mit spezieller Lizenz (seit 2004 bedarf es keiner Spezialbank mehr)	Universalbanken mit spezieller Lizenz. Autorisierung erfolgt durch die Aufsichtsbehörde BaFin.
Eigentümer des Deckungsstocks	Emittent unmittelbar	Emittent unmittelbar
Schutz vor Ansprüchen anderer Gläubiger	Bevorrechtigter Anspruch per Gesetz auf Deckungswerte/Vermögen der Spezialbank.	Bevorrechtigter Anspruch per Gesetz. Spezielle Deckungsstockverwaltung im Insolvenzfall.
Rückgriffrecht auf die Insolvenzmasse der Bank, wenn die Deckungsmasse insolvent wird	Pari passu mit unbesicherten Gläubigern	Pari passu mit unbesicherten Gläubigern.
Besicherung und Überdeckung		
Qualifizierte 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	Je nach Pfandbriefart: Forderungen an den öffentlichen Sektor. Hypothekendarlehen, inklusive Immobilienkredite (wohnwirtschaftlich und gewerblich). Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe.
	Kredite besichert mit landwirtschaftlichen Objekten	
	Forderungen an den öffentlichen Sektor (eingeschränkt)	
	Forderungen an Kreditinstitute (begrenzt zulässig und von der Aufsicht zu genehmigen)	Forderungen an Kreditinstitute
	Ersatzdeckung (Bargeld oder Forderungen an den öffentlichen Sektor) bis max. 20 % der Deckung (mit Genehmigung der Aufsicht zeitweise bis 30 %)	Ersatzdeckung: Bis zu 20 % der im Umlauf befindlichen Hypothekendarlehen, bis zu 10 % der im Umlauf befindlichen öffentlichen Pfandbriefe
Beleihungsgrenze	Wohnimmobilienkredite (einschließl. Mehrfamilienhausfinanzierungen): 75 % Gewerbeimmobilienkredite: 60 % Landwirtschaftl. Kredite: 70 %	Wohn- und Gewerbeimmobilienkredite: 60 % Schiffs- und Flugzeugdarlehen: 60 %
Besicherungsmaß	Marktwert	Beleihungswert
Kreditanteil über Beleihungsgrenze	Pari passu mit anderen Gläubigern (=nicht qualifizierte Deckungswerte)	Pari passu mit anderen Gläubigern (=nicht qualifizierte Deckungswerte)
Mindestüberdeckung	Mehr als 0 % , nominal und barwertig nach Stressannahmen	2 % nach Stressannahmen (auf Barwertbasis)
Häufigkeit des Überdeckungstests	Täglich	Täglich
"Schonfrist" bei Nichtbestehen des Mindest-Überdeckungstests	Keine	Keine

Besicherung und Überdeckung		
Maßnahmen, wenn Mindestüberdeckung fehlt	Aufsichtsrechtliche oder andere rechtliche Schritte	Aufsichtsrechtliche oder andere rechtliche Schritte bis hin zum Verlust der Pfandbrief-Lizenz
Freiwillige Überdeckung	Geschützt	Geschützt (solange nötig um Covered Bonds auch unter Beachtung zukünftiger Risiken zu bedienen. Beweislast für Freigabe liegt beim Insolvenzverwalter)

Schwedische Covered Bonds	Pfandbriefe
---------------------------	-------------

Marktrisiken

Absicherung von Marktrisiken per Gesetz oder Vertrag vorgesehen	Ja, normale Abstimmung, Derivate und Stresstests (für Zins- und Währungsrisiko)	Ja, Überdeckung auf gestresster Barwertbasis (mindestens 2 %)
Derivate erlaubt	Ja, werden als Deckungswert registriert. Mindestanforderungen für Kontrahenten vorhanden.	Ja, werden als Deckungswert registriert.
Absicherung von Fristeninkongruenzen (Asset-Liability Mismatch):	Nein	Nein
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.	Ja (Gesetz beinhaltet einen Liquiditätstest, der festlegt, dass der Emittent den höchsten Liquiditätsengpass in den nächsten 180 Tagen mit liquiden Vermögenswerten abdecken muss)

Treuhänder, Aufsichtsbehörde, Transparenz

Pflichten des unabhängigen Treuhänders / Cover Pool Monitor	Ja, Überprüfung der Deckungswerte, der Deckungstests, der Derivate, der Bewertung etc.	Prüfungen des Deckungsstocks Berichtspflicht zur Aufsicht Bestätigung der Deckungstests Permanente Überwachung des Deckungsregisters
Bankenaufsicht	SFSA-Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)	BaFin, (EZB), führt intensive Überwachung gemäß §3 PfandbG durch
Berichtsverpflichtung an die Aufsichtsbehörde	jährlich	vierteljährlich
Rolle der Bankenaufsicht in einer Krise	Sicherstellung der kontinuierlichen Verwaltung des Deckungsstocks mittels eines speziellen Verwalters, Einbeziehung bei der Übertragung der Deckungswerte an eine andere Bank	Sicherstellung einer kontinuierlichen Verwaltung des Deckungsstocks oder Einberufung eines speziellen Verwalters (Sachwalter). Beteiligung am Transfer von Vermögenswerten und Pfandbriefen an ein
Transparenz:	Regelmäßige Berichterstattung In der Praxis: mindestens vierteljährliche Berichte, alle Emittenten nutzen denselben nationalen Transparenzbericht	Vierteljährlich
Entspricht UCITS	Ja	Ja
CRR §129(1) erfüllt?	Ja	Ja
EZB-repofähig	Ja	Ja

Quellen: ECBC, Emittenten websites Standard & Poor's Rating Service, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ausgewählte schwedische Covered Bonds:

Saekerstaellda Obligationer	Swedbank Hypotek	Nordea Hypotek	SEB	Stadshypotek	Lans-försäkingar Hypotek
Ratings (Fitch/Moody's/S&P)					
Covered Bond-Ratings	-/Aaa/AAA	-/Aaa/AAA	-/Aaa/-	-/Aaa/-	-/Aaa/AAA
Emittenten-Ratings	-/Aa3/AA-	-/Aa3/AA-	A+/Aa3/-	AA-/Aa2/AA-	-/A1/A
Puffer-Emittentenrating1)	-/5/3	-/5/3	-/5/-	-/6/-	-/4/2
Deckungsstockdaten*					
Covered Bonds im Umlauf Mrd. SEK (Nominalwert)	501,6	289,5	301,6	535,3	103,3
Rückzahlungstyp	Endfällig2)	Endfällig2)	Endfällig2)	Endfällig2)	Endfällig2)
Deckungsmasse Mrd. EUR	810,4	463,9	479,5	603,4	141,6
Überdeckung (%)	61,1	61,0	59,0	12,7	37,0
...davon Mindestüberdeckung (gesetzlich oder vertragl.) (%)	0	0	0	0	0
Selbst-Verpflichtung (%)	-	-	-	-	10,0
Größte Vermögenswertklasse (%)	Einzelhausfinanzierungen (80)	Einzelhausfinanzierungen (54)	Einzelhausfinanzierungen (59)	Einzelhausfinanzierungen (51)	Einzelhausfinanzierungen (77)
Größte Region (%)	Großraum Stockholm (27)	Großraum Stockholm (38)	Großraum Stockholm (42)	Großraum Stockholm (42)	West Schweden (24)
Anzahl der Kreditnehmer	118.452	351.416	429.203	442.762	130.680
Durchschn. Kreditbetrag SEK	510.811	558.973	689.312	586.600	458.243
Durchschnittlich gewichteter Beleihungsauslauf (%)	53,0	52,0	59,0	49,6	59,0
Anteil der endfälligen Kredite (%)	44,0	44,0	42,0	47,5	63,0
Festverz. Deckungswerte (%)	29,3	24,0	27,0	49,5	40,0
Festverz. Covered Bonds (%)	92,0	94,0	96,0	90,7	97,0
Anteil der < 60Tagen rückständ. Kredite (%)	0,05	0,06	0,05	0	2,3
Risikoindikatoren**					
Überdeckungskennzahlen:					
Ratingerhaltende Überdeckung (TCE – S&P)(%)	16,7	12,1	-	-	18,0#
Ratingerhaltende Überdeckung (Moody's)	0	0	0	0	1
Kreditrisiko-Kennzahlen:					
Gewicht. Durchschn. Beleihungsquote (%) (S&P)	62,2	60,9	-	-	67
Erwarteter Verlust (Collateral Score inkl. system. Risiko) (%)	5,5	5,7	5,2	5,0	5
Rechnerische Ausfallquote (WAFFXWALS – S&P) (%)	2,2	2,0	-	-	2,0
Marktrisiko-Kennzahlen:					
Differenz der durchschnittl. Gewichteten Aktiva zu Passiva (S&P)	7,3	6,0	-	-	10,8
Kredit-, Zins- Währungsrisiko (Asset Default Risk) (S&P)	4,7	2,5	-	-	2,5
Max. Refinanzierungsbedarf (Moody's)	51,5	68,7	kA	kA	65,6
Zins-, Währungs- u. Refinanzrisiko (Market Risk) (%)	10,7	8,7	10,8	11	9,9
Qualitätsfaktor Transparenz:					
Covered Bond Label	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Entspricht CRR Art. 129.7 (Emittentenangabe)	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja

1) siehe Glossar 2) (ohne Laufzeit-Verlängerungsoption); *Stand: September 2015; #=basiert auf Q2 2015 Daten**S&P Q3 2015 GCBC, Moody's Monitoring Overview Q2 2015, kA= keine Angaben, - = nicht vorhanden/nicht anwendbar, n.b.= nicht bekannt;

Quellen: Covered Bond Label Templates und Investor Reports der Emittenten, siehe Emittenten websites, S&P, FitchRatings, Moody's Investor Service, Helaba Volkswirtschaft/Research

Rechtliche Hinweise

Helaba sowie die überreichende Sparkasse unterliegen der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Die Publikation wurde am Erscheinungstag veröffentlicht.

Die Landesbank Hessen-Thüringen und / oder ihre Tochtergesellschaften hat die Informationen, auf die sich die Finanzanalyse stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend geben die Landesbank Hessen-Thüringen und / oder ihre Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in dieser Finanzanalyse enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Auswahl der Emittenten erfolgt nach den inhaltlichen Research-Schwerpunkten des Credit Research, der Handelbarkeit und guter Marktliquidität der Anleihen des Emittenten. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Helaba, jederzeit die Aufnahme in das Credit Research oder Streichung von Emittenten aus dem Credit Research vorzunehmen. Feste Zeitpunkte zur Aktualisierung der Finanzanalysen gibt es nicht. Die von der Helaba gegebenen Anlageempfehlungen werden laufend überprüft und bei Bedarf angepasst.

Die Preise / Spreads in Finanzanalysen bei Anleihen sind dem Kursinformationssystem Bloomberg entnommen und basieren auf ISIN-Kennungen, wie sie in den Finanzanalysen angegeben werden. Bei den angegebenen Preisen / Spreads handelt es sich soweit nicht anders angeführt um den Mitte-Kurs, den das Kursinformationssystem Bloomberg für den Vortag um 23.59 Uhr ausweist.

Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte

- (1) "Die Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen betreuen an einem Markt Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen."
- (2) "Die Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate (nicht) an der Führung eines Konsortiums im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind."
- (3) "Die Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Investmentbanking-Geschäfte mit dem Unternehmen gebunden."
- (4) "Die Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben mit dem Emittenten eine Vereinbarung zur Erstellung von Finanzanalysen getroffen, die den Emittenten selbst oder dessen Finanzinstrumente zum Gegenstand hat."
- (5) Handelsbestand: "Die Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben einen Handelsbestand in Aktien der Gesellschaft."
- (6) Handelsbestand und regelmäßiger Handel: "Die Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien der Gesellschaft."
- (7) Sonstige Interessen: "Die Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen."
- (8) "Die Helaba und mit ihr verbundene Unternehmen haben eine Beteiligung an dem Unternehmen von mehr als 5 % des Grundkapitals der Aktiengesellschaft."

Hinweise zu Pflichtangaben gemäß §34b WpHG und FinAnV finden Sie unter

<http://www.helaba.de/de/RechtlicheHinweise>.

Glossar

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
Liquiditätsrisiko	Risiko, dass bei Insolvenz des Covered Bonds Emittenten entsteht, wenn Zins- oder Kapitalzahlung auf die Covered Bonds fällig sind, aber nicht in gleicher Höhe Zahlungen aus dem Deckungsvermögen eingegangen sind. Die meisten Absicherungsmethoden decken das Liquiditätsrisiko nur für einen bestimmten Zeitraum ab Insolvenz der Bank ab, da der zuständigen Treuhänder (oder Verwalter) die mittelfristige Liquiditätssituation durch Verkäufe der Deckungsmasse oder andere Maßnahmen verbessern können sollte.
Puffer Emittenten-Referenzrating	Anzahl der Ratingstufen, die das Emittenten-Referenzrating herabgestuft sich verschlechtern kann, ohne dass das Covered Bond-Rating automatisch herabgestuft werden würde. Bei Moody's entspricht das Emittenten-Referenzrating dem Covered Bond Anker, bei Fitch entspricht das Emittenten-Referenzrating dem Emittenten-Rating und bei S&P entspricht das Emittenten-Referenzrating dem Referenzrating-Level. In der Regel bewegt sich das Emittenten-Referenzrating, wenn sich das Emittenten-Rating bewegt in gleichem Ausmaß, so dass der Puffer häufig ebenso ausdrückt, um wieviel Ratingstufen das Emittenten-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
Ratingerhaltende Überdeckung	Die ratingerhaltende Überdeckung ist ein von den Ratingagenturen errechneter Betrag, der alle in einem Ratingszenario eingeschätzten Risiken (Zahlungsausfällen oder -verzögerungen) ausgleicht und vom Covered Bond Emittenten vorgehalten werden muss um das aktuelle Rating zu erhalten, Aufgrund der Bewegungen im Fälligkeitsprofil und sich ändernden Risiken schwankt die ratingerhaltende Überdeckung zumeist über die Zeit.
Überdeckung	Die Überdeckung ist der Betrag, um den das Deckungsvermögen die Covered Bonds übersteigt. Sie sichert Kreditausfälle, Marktrisiken und sonstige Risiken ab, die den Wert der Deckungsmasse verringern könnten.■