Helaba

Im Fokus: Covered Bonds
2. September 2026

Helaba Cover Pool Radar (#1)



Florian Hillenbrand, CFA
Senior Covered Bond Analyst
T 069/91 32-40 79

Diese Veröffentlichung ist Auftakt einer Publikationsreihe, in der wir aus der Unzahl der Emissionsprogramme diejenigen herausfiltern, bei denen sich im Vergleich zum vorhergehenden Deckungsreport bestimmte Charakteristika der Deckungsmasse signifikant verändert haben.

Know Your Risk

Europäische Regulierungsvorschriften verlangen von Banken, Versicherungen und Fondsinvestoren, dass sie die Bonität ihrer Finanzanlagen eigenständig beurteilen und sich dabei nicht ausschließlich auf externe Ratings verlassen.

Die praktische Umsetzung dieser Anforderungen ist bei Covered Bonds jedoch besonders anspruchsvoll. Eine fundierte Beurteilung erfordert nicht nur die Analyse der Bonität des Emittenten, sondern auch ein Verständnis der Qualität und Zusammensetzung des Deckungsstocks sowie der regulatorischen Rahmenwerke bestehend aus überstaatlichen Regulierungen, nationalen Gesetzen und Verordnungen sowie individuellen Vertragswerken. Durch die Notwendigkeit eigenständiger Kreditanalysen des jeweiligen Emittenten, die sich bereits durch Finanzanlagen in unbesicherten Schuldtiteln ergibt, ist der erste Teil des Kanons oftmals das geringere Problem. Die Analyse der regulatorischen Rahmenwerke ist zwar herausfordernd. Da ein Regelwerk pro Land jedoch meist für eine Vielzahl von Emittenten gilt und selten geändert wird, ist diese Aufgabe gut bewältigbar.

Kernherausforderungen beim Monitoring der Deckungsmassen

Zweifelsohne sind nationale (z.B. National Templates NTT oder §28 PfandBG) und internationale Initiativen (Art. 129 (7) CRR i.V.m. ECBC HTT) zur homogenen Bereitstellung von Deckungsrechnungen bereits von entscheidender Bedeutung. Allerdings gilt es zu bedenken, dass es aktuell gut 170 aktive Benchmark Covered Bond Emittenten gibt. Viele von ihnen haben mehr als ein Emissionsprogramm, was je nach Zählweise zu aktuell knapp 250 aktiven Programmen führt. Angesichts des Formats der Reporting Files bedeutet das: etwa 150.000 Datenfelder – pro Quartal. Dazu kommen noch von Ratingagenturen bereitgestellte Informationen, was die relevante Datenmenge weiter erhöht. Insbesondere das Global Covered Bonds Comparison Tool Report von Moody's muss hier erwähnt werden. Unter dem Strich gilt es zum einen die schiere Datenmenge zu bewältigen, zum anderen das Thema Datenqualität im Auge zu behalten.

Der Helaba Cover Pool Radar oder: „Datenbändigung leicht gemacht"

Durch die Definition und Kalibrierung von Alert-Niveaus ist es uns möglich, signifikante Veränderungen in der Deckungsmasse zeitnah zu identifizieren und so die Grundlage für eingehendere Untersuchungen zu schaffen. In vielen Fällen werden signifikante Veränderungen in der Deckungsmasse durch „Covered Bond-Tagesgeschäft" erklärbar sein, beispielsweise durch:

- Neue Indeckungnahmen: die Gesamtheit der Deckungsmasse wächst, die Übersicherung steigt, die durchschnittliche Kredithöhe nimmt durch den gewachsenen Anteil junger Kredite zu, das Seasoning (Durchschnittsalter) der Kredite fällt, die durchschnittliche Restlaufzeit wird länger, die LTV-Verteilung verschiebt sich nach oben etc.

- Neuemission von Covered Bonds: die ausstehende Menge an Covered Bonds steigt, die Übersicherung sinkt. Bei Tilgungen geht der Mechanismus in die Gegenrichtung.

In dieser ersten Publikation werden wir exemplarisch auch solche Standardbewegungen mit Beispielen unterlegen. Im Sinne des Ziels dieser Publikationsreihe werden wir in Folgepublikationen darauf jedoch maximal kurz hinweisen und uns eher den „Trüffeln“ zuwenden. Unsere „Trüffel“ sind Deckungsmassen, deren Änderungen vom obigen Raster abweichen.

Die Struktur einer Deckungsmasse sollte im Regelfall Reflexion der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit eines Emittenten in den relevanten Assetklassen (Hypotheken, öffentliche Kredite, Schiffe, etc.) sein. Es wäre also der Erwartungsfall, dass sich ab einem gewissen Reifegrad des Covered Bond-Programms die Grundcharakteristika nur wenig verändern. Kernstatistiken wie Durchschnittsgröße der Kredite, durchschnittlicher Beleihungsauslauf, durchschnittliche Kreditgröße etc. sollten sich bestenfalls langsam und stetig bewegen. Sprünge in diesen Statistiken sollten folglich mit größerer Aufmerksamkeit bedacht werden. Ähnliches gilt für die Verteilung der LTVs, der regionalen oder überregionalen Aufteilung der Deckungsmassen, den Nutzungsarten, den Performancestatistiken etc. Das Aufleuchten eines Lämpchens in unserer Analyse ist aber letztlich eher Anfang als Ende des Monitorings. Sollte eine Veränderung als „signifikant“ eingestuft werden, werden wir auch nicht signifikante Veränderungen genauer unter die Lupe nehmen und die Konsistenz der Änderungen hinterfragen.

Zuletzt halten wir es für unverzichtbar, auch „weichen Faktoren“ Raum zu geben. Wir bleiben folglich nicht nur auf der Datenebene und beschreiben und interpretieren mechanisch die von unserer Datenbank ausgegebenen roten Lämpchen. Vielmehr geben wir in den Fällen, in denen die reine Dateninterpretation versagt, den jeweiligen Emittenten die Möglichkeit, als ungewöhnlich ausgewiesene Entwicklungen zu erklären.

Welche Charaktistika wir beobachten und wo wir die „signifikanten Niveaus“ festlegen

Umfang der Deckungsmasse:

Die logischste Quelle für Veränderungen von Charakteristika in der Deckungsmasse ist sicherlich die Veränderung der Menge an verfügbarer Deckungsmasse. Dabei ist zu beachten, dass die Zunahme der Deckungsmasse ein eindimensionaler Vorgang ist, während eine Schrumpfung zwei grundsätzlich unterschiedliche Gründe haben kann: normale Amortisation oder manuelle Freigabe von Deckungswerten. Wir behandeln in unserem Monitoring die Zunahme von Deckungswerten als neutralen Vorgang und Auslöser für mögliche Veränderungen von Deckungscharakteristika. Die normale Amortisation der Deckungsmasse würde bei unserem Monitoring unter dem Radar des Schwellenwertes (±25 %) verschwinden. Eine manuelle Veränderung – also eine ungewöhnliche hohe Verringerung der Deckungsmassen – würden wir als signifikante Veränderung einstufen. Wir haben auch das Verhältnis zwischen originärer Deckung und Ersatzdeckung im Auge. Zum einen, um generell das gängige 15 % Maximum-Kriterium für Ersatzdeckung zu monitoren. Hauptsächlich jedoch um Bewegungen von ±7,5 Prozentpunkte automatisch zu sehen.

Übersicherung:

Wir haben sowohl die verpflichtende Überdeckung als auch die freie Überdeckung im Blick. Veränderungen der verpflichtenden Überdeckung könnten grundsätzlich durch Änderung der Gesetzeslage auftreten, der wahrscheinlichere Fall ist jedoch eine Veränderung der Verpflichtung ggü. Ratingagenturen. Beide Fälle halten wir für so gravierend, dass wir jede Veränderung als signifikant definieren.

Änderung der freien Überdeckung ist ein natürlicher Vorgang: bei Indeckungnahme neuer Aktiva in Vorbereitung einer Emission wird sie ansteigen, nach erfolgter Emission wird sie sinken. In Phasen ohne Neuemission und ohne Hinzunahme neuer Deckungswerte wird sie durch die natürliche Amortisation der Deckungswerte sinken. Wir wählen einen Schwellenwert von 25 Prozentpunkten. Die Veränderungen betrachten wir jedoch nur dann als signifikant oder relevant, wenn sich weitere Charakteristika ändern und dies darauf hindeutet, dass beispielsweise Deckungswerte aktiv freigegeben wurden.

Allgemeine Charakteristika der Deckungsmasse:

Wie bereits erwähnt, sollten Deckungswerte Spiegel der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in den für Deckungsgeschäft relevanten Geschäftsfeldern des Emittenten sein. Substanzielle Veränderungen sollten ab einem gewissen Reifegrad der Deckungsmassen eigentlich kaum mehr vorkommen, wir beobachten deshalb Veränderungen in Bezug auf:

- Herkunft der Deckungsmassen
- Aufteilung der Deckungswerte nach wohnwirtschaftliche vs. gewerbliche vs. Ersatzdeckung
- Nutzung der wohnwirtschaftlichen und gewerblichen Deckungswerte
- Durchschnittliches Alter und durchschnittliche Restlaufzeiten der Aktiva
- Durchschnittliche Darlehensgröße

Beleihungsauslauf:

Ein großes Thema bei der Charakterisierung von Deckungsmassen ist der Beleihungsauslauf der Darlehen. Im Bewusstsein der unterschiedlichen Berechnungsmethoden nehmen wir sowohl den Durchschnittswert als auch die Verteilung de LTVs in der Deckungsmasse in unser Monitoring auf. Ceteris paribus sollten Darlehen amortisieren und in der Folge zum einen der durchschnittliche Beleihungsauslauf sinken, zum anderen die niedrigeren LTV-Brackets tendenziell mehr Gewicht gewinnen. Diese Entwicklung sollte ohne große Datensprünge von statten gehen. Insofern definieren wir bei den Durchschnittswerten wie auch bei den LTV-Brackets eine Veränderung von 10 Prozentpunkten als signifikant. Bei Indeckungnahme neuer Kredite – in einem Maß, das wir als signifikant betrachten würden – prüfen wir die Konsistenz anhand ansteigender LTV-Werte.

Anteil leistungsgestörter Darlehen:

Wir beobachten die Veränderung des Anteils leistungsgestörter Darlehen aufgeteilt in drei Brackets. Da leistungsgestörte Darlehen durch die Bank keine große Rolle spielen, setzen wir hier einen relativ feinen Seismographen bei 0,5 Prozentpunkten an. Wir halten zwei Aspekte bei unserer Beobachtung leistungsgestörter Kredite für erwähnenswert:

- Leistungsgestörte Kredite in Deckung sind per se ein minderes Problem. Zwar bleiben die Cashflows aus den jeweiligen Krediten definitionsmäßig hinter den Erwartungen zurück, jedoch ist aufgrund der Besicherung die realisierte Verlustquote aus leistungsgestörten Krediten im Durchschnitt deutlich kleiner als der Abschlag durch den maximalen Beleihungsauslauf von 80 %.
- Zwar beobachten wir technisch auch das Bracket 1, das Leistungsstörungen unter zwei bis drei Monate beinhaltet, jedoch liegt unsere Konzentration auf der Entwicklung der höherliegenden Brackets.

Spezielle Moody's Felder:

Moody's Beitrag zum Verständnis der Qualität der Deckungsmassen ist kaum hoch genug einzuschätzen. Zu wertvoll sind die von Moody's entwickelten Kennzahlen wie der Collateral Score, Market und Collateral Risk. Insofern würden wir die Qualität unseres Monitorings bewusst beschneiden, wenn wir auf die Benutzung dieser – wenngleich second-hand – Kennzahlen verzichten würden. Der Collateral Score misst das Ausmaß der Kreditverschlechterung der Vermögenswerte im Deckungspool, das mit der theoretisch höchst erreichbaren Bewertung in der jeweiligen Gerichtsbarkeit übereinstimmt. Je höher die Kreditqualität des Deckungspools, desto niedriger ist der Sicherheitsscore. Moody's Market Risk quantifiziert die Verluste in der Deckungsmasse in Folge eines CB-Ankerereignisses, die begründet sind in Refinanzierungsrisiken, Währungs- und Zinsdifferenzen. Die drei von uns erwähnten Kennzahlen erscheinen bei uns als „signifikant" ab einer Änderung von 2,5 Prozentpunkten.

Erwähnenswerte Veränderungen in Deckungsmassen

Genug der Vorrede. Wir haben die Maschine gestartet und werfen den ersten Blick auf Emittenten, bei denen wir signifikante Veränderungen ausmachen konnten. Die Liste der Programme ist dabei alphabetisch sortiert.

- **ASN Bank N.V. – Mortgage Covered Bonds (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Overcollateralisation

  Bewertung: Die Veränderung bei der ASN führen wir hier auf, um uns und unseren Lesern bei dieser Erstausgabe ein wenig Routine zu verschaffen. In späteren Veröffentlichungen werden wir dem Rückgang der Übersicherung – wenngleich um knapp 30 Prozentpunkte von 41 % auf 13 % – in einem im Übrigen stabilen Szenario vermutlich wenig Beachtung schenken. Der Rückgang ist letztlich Reflexion gewöhnlicher Emissionstätigkeit. Die Übersicherung liegt auch noch deutlich über dem Minimum von 5 % und dem für den Beibehalt des aktuellen Ratingniveaus notwendigen Levels von 7 %.

- **Banco Santander Public Sector (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Overcollateralisation

  Bewertung: Durch Indeckungnahme von weiteren EUR 450 Mio. erhöhte sich die Übersicherungsquote bei den öffentlichen Covered Bonds der Santander von 455 % auf 485 %. Das regionale Exposure verschob sich in Richtung Katalonien (+6 pp von 12 % auf 18 %) zu Lasten der Region Madrid (-7pp von 19 % auf 12 %).

- **Barclays Bank UK PLC – Mortgage Covered Bonds (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Cover Pool Term

  Bewertung: Durch eine verhältnismäßig starke Amortisation des Cover Pools von GBP 5,4 Mrd. auf GBP 4,7 Mrd. sank nicht nur die Übersicherungsquote von 69 % auf 47 %. Es verschob sich auch die durchschnittliche Restlaufzeit der Deckungsmasse von 13,8 Jahren auf 15,8 Jahre. Wir sehen die Veränderung als neutral.

- **BBVA, S.A. – Mortgage Covered Bonds (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Overcollateralisation

  Bewertung: Die Übersicherung sank durch Emissionstätigkeit von 227 % auf 166 %. Die BBVA emittierte am 5. Juni eine Dual Tranche Transaktion mit einem Gesamtvolumen von EUR 3,5 Mrd. Die Menge ausstehender Covered Bonds stieg von EUR 15,5 Mrd. auf EUR 19,8 Mrd. Somit ist der Rückgang als Ergebnis gewöhnlicher Emissionstätigkeit neutral anzusehen.

- **Compagnie de Financement Foncier – Covered Bonds (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Country Distribution

  Bewertung: Veränderungen in der Länderzusammensetzung, insbesondere die Aufnahme neuer Länder oder der Wegfall vorhandener Länder lässt in unserer Datenbank ein Lämpchen aufleuchten. Gerade Emittenten, die staatlich garantiertes Exportkreditgeschäft betreiben und auch in Deckung nehmen, produzieren hier oftmals Kuriosa. Konkret befinden sich gemäß Q2 2026 Zahlen neue Exportkredite gegenüber Schuldnern in Togo (etwa EUR 34 Mio.) und Indonesien (etwa EUR 134 Mio.) in der Deckungsmasse – deckungsfähig durch eine Exportgarantie der Bpifrance. Wir sehen diese Entwicklung als neutral.

- **Equitable Bank (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Loans in Arrears; Overcollateralisation; Rating Risk

  Bewertung: Die Equitable Bank verzeichnet aufgrund ihres Kerngeschäftsmodells basierend auf alternativen Finanzierungen (B-Lender) höhere Anteile leistungsgestörter Kredite. Sie bedient Selbstständige, Personen mit unkonventionellen Einkommensnachweisen oder Kreditnehmer, die die strengen Prime-Kriterien

traditioneller Großbanken nicht erfüllen. Wir sehen darin kein grundsätzliches Problem, solange die zur Besicherung genutzten Immobilien ausreichend konservativ bewertet werden. Die aktuelle Situation bei der Equitable Bank sehen wir allerdings dann doch mit etwas Argwohn: seit vier Quartalen fällt die Gesamtmenge der Deckungsmasse, während die Gesamtmenge der leistungsgestörten Kredite stetig steigt.

Der Anstieg bewegte sich in den vergangenen Quartalen hauptsächlich im Bucket 1 (< 3 Monates). Zum Jahreswechsel (Q1 vs. Q4) stieg der Anteil leistungsgestörten Kredite im Bucket 2 (3-6 Monate) auf 57 bp an, während der Anteil der leistungsgestörten Kredite im Bucket 1 um mehr oder minder denselben Betrag sank (55 bp). Im Q2 stieg die Gesamtmenge leistungsgestörter Kredit nochmals um 28 % an, während sich die Aufteilung wieder zurück in Bucket 1 bewegte.

In der Gesamtbetrachtung sehen wir drei Punkte besonders kritisch:

- Anstieg der absoluten Menge leistungsgestörter Kredite im Jahresvergleich ±360 %.
- Anstieg des Anteils leistungsgestörter Kredite im Jahresvergleich von 0,7 % auf 3,3 %.
- Das zeitgleiche Oszillieren von Krediten aus Bucket 1 in Bucket 2 und wieder zurück.

Moody's sieht in dieser Entwicklung im Übrigen kein Negativum – Collateral Score und Cover Pool losses veränderten sich in einem insignifikanten Umfang.

- **Eurocaja Rural – Cédulas Hipotecarias (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Asset Type Distribution

  Bewertung: Im zweiten Quartal vermeldete die Eurocaja Rural einen Rückgang des Anteils von Commercial Real Estate Finanzierungen um knapp 11 Prozentpunkte von 12,9 % auf 2,1 %. Angesichts des sehr kleinen Cover Pools von nur rund EUR 1,3 Mrd. bedeuten diese scheinbar großen prozentualen Veränderungen jedoch nur Veränderungen im sechsstelligen Eurobereich. Angesichts des aktuell statischen Pools sind die Veränderungen als neutral anzusehen.

- **Lloyds Bank Plc (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Average Loan Size; Cover Pool Composition; Cover Pool Term

  Bewertung: Bereits im ersten Quartal erhöhte die Lloyds Bank Plc ihre Deckungsmasse spürbar von GBP 20 Mrd. auf GBP 26 Mrd. Im Zweiten Quartal kamen noch einmal GBP 6 Mrd. dazu. Naturgemäß gehen dabei einige strukturelle Veränderungen einher. Die damit verbundenen Änderungen waren unspektakulär. Beispielsweise erhöhte sich die durchschnittlichen Kreditgröße von GBP 103k in zwei Schritten auf GBP 132k. Die Zusammensetzung der Deckungsmasse aus gut 98 % originärer Deckung und knapp 2 % Ersatzdeckung blieb unverändert. Die Veränderungen sind insgesamt Ausfluss üblichen Covered Bond Geschäftes und somit neutral zu sehen.

- **Nordea Mortgage Bank Plc – Mortgage Covered Bonds (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Overcollateralisation

  Bewertung: Durch eine verhältnismäßig starke Amortisation des Cover Pools von EUR 7 Mrd. auf EUR 5,3 Mrd. sank nicht nur die Übersicherungsquote von 47 % auf 14 %. Der Rückgang ist plausibel, da die Nordea im Vorquartal bereits ein hohes Maß an Krediten im LTV-Segment 0-20 % meldete. Wir sehen die Veränderung als neutral.

- **Raiffeisen Bank International AG – Mortgage Covered Bonds (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Country Distribution

  Bewertung: In ihrem hauptsächlich gewerblichen Deckungsstock hatte die RBI zum letzten Reporting Deckungsmassen aus Österreich, Deutschland, Polen, der Tschechische Republik, Rumänien, der Slowakei,

Bulgarien und den Niederlanden. Im jüngsten Reporting kam Slowenien dazu, was aber nur gut 1 % der Deckungsmasse ausmacht.

- **UniCredit Bank GmbH – Public-Sector Covered Bonds (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Country Distribution

  Bewertung: In ihrem öffentlichen Deckungsstock hatte die UniCredit Bank zum letzten Reporting Deckungsmassen aus Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Österreich, der Schweiz und Dänemark. Im jüngsten Reporting kam eine Minimalposition in Italien dazu (EUR 4,5 Mio.)

- **UniCredit S.p.A. – Mortgage Covered Bonds 2 (Q2-2026 vs. Q1-2026)**
  Veränderungen: Overcollateralisation

  Bewertung: Die Übersicherung sank durch Emissionstätigkeit von 105 % auf 47 %. Die Menge ausstehender Covered Bonds stieg von EUR 13,25 Mrd. auf EUR 19,25 Mrd. Die UniCredit emittierte EUR 4,5 Mrd. in retained Format sowie EUR 2,5 Mrd. in platzierter Form – EUR 1 Mrd. retained wurden im relevanten Zeitraum fällig. Somit ist der Rückgang als Ergebnis gewöhnlicher Emissionstätigkeit neutral anzusehen.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin/Head of Research

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69 / 91 32 – 20 24

Internet: **www.helaba.com**

Disclaimer

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.