

Covered Bond *Spezial*

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

Niederländische Covered Bonds: „Holland in Not“ oder konservative Alternative?

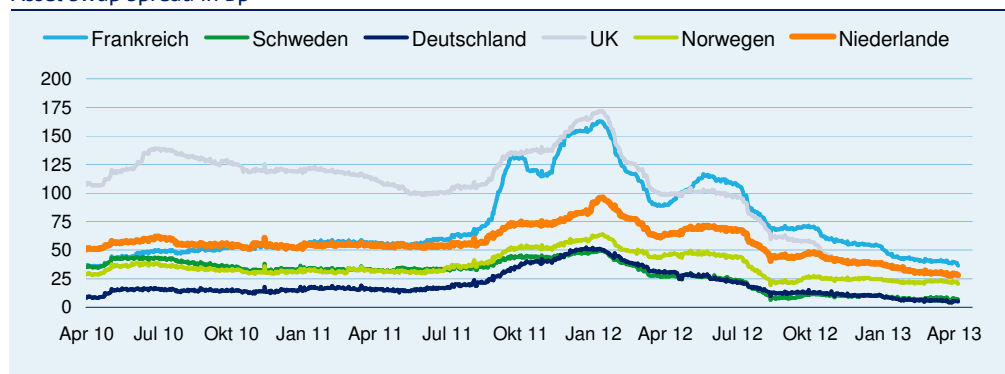
Inhaltsverzeichnis	Seite
Überblick über den niederländischen Covered Bond Markt	2
Performance und Relative Value	5
Die niederländische Gesetzgebung	6
Volkswirtschaftliches Umfeld	10
Der niederländische Hypotheken- und Immobilienmarkt	11
Der niederländische Bankensektor	15
Unsere Covered Bond Scorecard	18
Das niederländische Covered Bond Gesetz im Vergleich	19
Emittenten und Covered Bond Programme im Überblick	22

■ Niederländische Covered Bonds sind in den letzten Jahren zu einer wichtigen Diversifizierung für Covered Bond Investoren geworden. Zuletzt waren sie aber aufgrund der notwendig gewordenen staatlichen Übernahme der SNS Bank und teils recht umfangreicher Preisrückgänge am heimischen Immobilienmarkt in die Kritik geraten. Nicht zu vergessen die in die Diskussion geratene Bonität des niederländischen Staates. Nachdem am 05. Februar dieses Jahres auch Fitch seinen Ausblick auf negativ geändert hatte, wird unser Nachbarland zwar von allen drei Agenturen weiterhin mit der jeweiligen Bestnote, aber inzwischen durchgehend mit negativem Ausblick beurteilt.

■ Im Folgenden geben wir einen Überblick über die Marktentwicklung des niederländischen Covered Bond Marktes und beleuchten wesentliche Aspekte der Covered Bond Gesetzgebung. Darüber hinaus gehen wir auf die Entwicklung der Volkswirtschaft und des Immobilienmarktes ein. Auch stellen wir den niederländischen Bankensektor vor und bieten einen Vergleich der Deckungsstöcke der Covered Bond Programme.

■ Wir gewichten niederländische Covered Bonds gegenüber unserer Benchmark, dem iBoxx Euro Covered mit neutral. Wir schätzen an dem Segment die solide Qualität der Gesetzgebung und der Deckungsstöcke, die bei registrierten Covered Bonds zu 100% aus erstrangigen, wohnwirtschaftlich genutzten Hypothekendarlehen mit sehr niedrigen Ausfallraten bestehen. Somit würde die trotz des starken Hauspreissrückgangs überdurchschnittlich gute Deckungsstockqualität - neben dem Spread-Vorteil gegenüber Pfandbriefen insbesondere am langen Ende der Kurve von rund 20 - 25 Bp - für eine Übergewichtung des Segments sprechen. Allerdings erachten wir angesichts einer sich immer deutlicher abzeichnenden Überwindung der Schuldenkrise inzwischen Covered Bonds aus der Peripherie als attraktiver, weswegen wir das niederländische Segment nur mit neutral gewichten.

Niederländische Covered Bonds mit deutlichen Spread-Gewinnen im letzten Jahr, aber aktuell noch Spread-Vorteilen gegenüber Pfandbriefen von 20 bis 25 Bp
Asset Swap Spread in Bp



Quelle: BayernLB Research; iBoxx; Datastream

Überblick über den niederländischen Covered Bond Markt

► Erster Covered Bond wurde 2005 emittiert

Der niederländische Covered Bond Markt ist im Vergleich zu Märkten wie dem deutschen, französischen oder dänischen Markt, die auf eine über 100-jährige Historie zurückblicken können, noch relativ jung. Der erste Covered Bond wurde 2005 von der ABN AMRO Bank emittiert. Da zu diesem Zeitpunkt allerdings noch keine spezielle Covered Bond Gesetzgebung in den Niederlanden existierte, basierte die Debüt-Emission nach britischem Vorbild auf dem Konzept von vertraglichen Covered Bonds. 2007 brachte dann die Niederländische Nationalbank (DNB) zusammen mit der Dutch Bankers' Association einen Gesetzesentwurf für Covered Bonds auf den Weg, der zum 1. Juli 2008 in Kraft trat. Erst diese Covered Bonds, die auf dieser gesetzlichen Grundlage emittiert wurden, erfüllen aufgrund der speziellen öffentlichen Aufsicht durch die DNB die formale Definition für Covered Bonds gemäß Artikel 52 (4) der OGAW-Richtlinie. Allerdings fordert die niederländische Gesetzgebung nicht explizit die Erfüllung der Anforderungen zur bevorzugten Risikogewichtung nach der noch geltenden Europäischen Kapitaladäquanz-Richtlinie (CRD III). Somit können Emittenten über die Auswahl ihrer Deckungswerte selbst wählen, ob ihre regulierten Covered Bonds lediglich OGAW-konform oder (über die Erfüllung der CRD-Vorgaben) OGAW- und CRD-konform ausgestaltet sind.

► Bis auf das Achmea Programm sind alle niederländischen Covered Bonds sowohl OGAW- als auch CRD-konform und genießen somit eine bevorzugte Risikogewichtung von 10%

Auf dem niederländischen Bankenmarkt emittieren derzeit 5 Institute Covered Bonds:

- ABN AMRO Bank
- ING Bank
- SNS Bank
- NIBC Bank
- Achmea Hypotheekbank

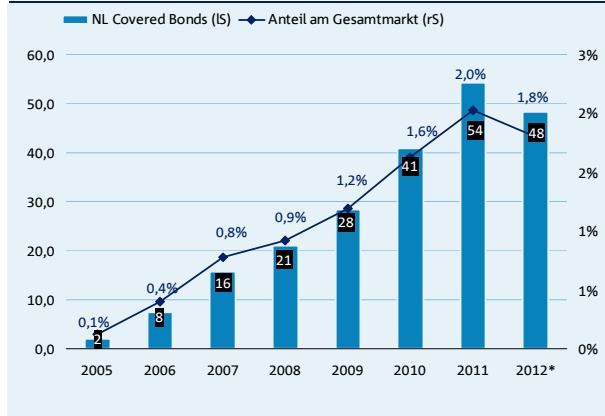
Bis auf das Covered Bond Programm der Achmea Hypotheekbank sind alle anderen Programme bei der niederländischen Nationalbank (DNB) registriert und somit (im Gegensatz zum Programm der Achmea) sowohl OGAW- als auch CRD-konform. Somit erfüllen bis auf das Programm der Achmea auch alle die Anforderungen zur bevorzugten Risikogewichtung von 10%. Die Interessen der registrierten Emittenten werden von der „Dutch Association of Covered Bond Issuers“ (DACB) vertreten, welche auch Informationen für Investoren bereitstellt und Mitglied im European Covered Bond Council (ECBC) ist. Die Rabobank, das bedeutendste Finanzinstitut im Privatkundensegment, emittiert keine Covered Bonds.

► Anteil niederländischer Covered Bonds am Gesamtmarkt liegt 2012 bei 1,8%

Die Bedeutung von niederländischen Covered Bonds hat in den vergangenen Jahren zugenommen. Insbesondere mit der Einführung der Gesetzgebung 2008 wurde ein regulatorisches Rahmenwerk geschaffen, welches Covered Bonds zu einer sicheren und bei Investoren beliebten Anlageform gemacht hat. Das ausstehende Volumen an Covered Bonds ist bis 2011 kontinuierlich angestiegen und machte Ende 2012 mit knapp 48 Mrd. EUR mittlerweile 1,8% des Gesamtmarktes aus (alle Währungen inklusive kleinteilige Emissionen). Die Konzentration der niederländischen Banken auf die Begebung von (in Euro denominierten) Benchmark-Anleihen (> 500 Mio. Euro) erkennt man dagegen an nachfolgender rechter Grafik: Mit 4,9% fällt der Anteil niederländischer

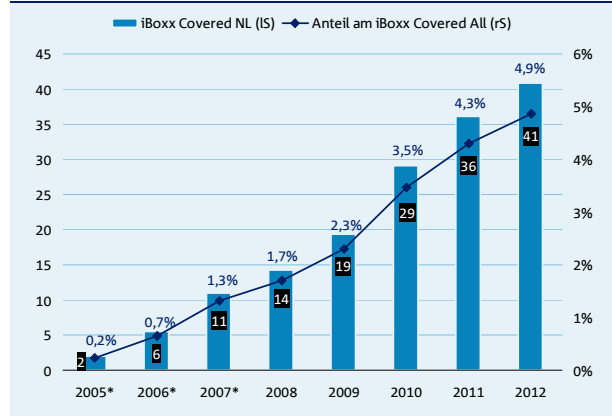
Benchmark Covered Bonds im Segmentvergleich mehr als doppelt so hoch aus als am Gesamtmarkt.

Volumen an Covered Bonds stieg bis 2011 kontinuierlich
Ausstehendes Volumen in Mrd. Euro (alle Währungen, alle Emissionsgrößen)



Quelle: BayernLB Research; Bloomberg, ECBC
* Anteil am Gesamtmarkt Schätzung des BayernLB Research, noch keine Zahlen des ECBC für den Gesamtmarkt 2012 verfügbar

Stetiges Wachstum im Benchmark-Segment
Ausstehendes Volumen in Mrd. Euro (Euro, Emissionen > 500 Mio. Euro)



Quelle: BayernLB Research; Markt, ECBC
* Daten für NL aus ECBC

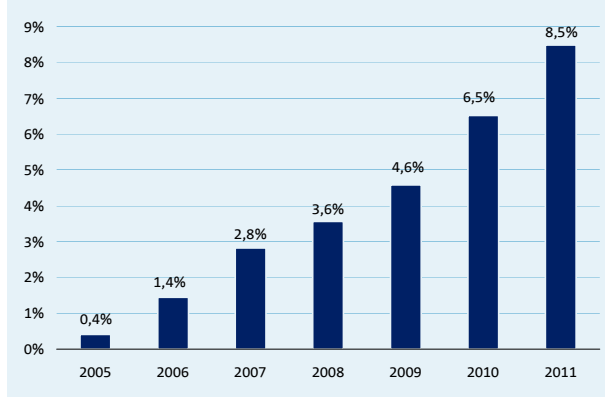
- ▶ **Bedeutung von Covered Bonds zur Refinanzierung von Hypotheken hat zugenommen...**
- ▶ **...aber RMBS dominieren immer noch das Kapitalmarkt-Funding**

Die Bedeutung von Covered Bonds zur Refinanzierung von Hypothekendarlehen hat seit 2007 deutlich zugenommen. Ende 2011 wurden rund 8,5% des gesamten wohnwirtschaftlichen Darlehenbestandes durch Covered Bonds refinanziert, während der Anteil 2005 nur bei 0,4% lag (siehe linke Grafik auf der nächsten Seite). Allerdings weist das Refinanzierungsinstrument Covered Bonds damit eine geringere Bedeutung als in vielen anderen europäischen Ländern auf. Die Ursachen hierfür dürften zum einen in den aus steuerlichen Gründen recht hohen Beleihungsausläufen liegen, die für regulierte Covered Bonds, die die CRD-Kriterien für eine bevorzugte Risikogewichtung erfüllen sollen, nur zum Teil genutzt werden dürfen (nämlich der Teil unter 80%). Entscheidender dürfte aber die in den Niederlanden traditionell hohe Bedeutung von Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) sein. So konnten 2007 allein durch RMBS-Neuemissionen rund 26% der ausstehenden Immobiliendarlehen refinanziert werden. Zwei Jahre später sank ihre Bedeutung aufgrund der Finanzkrise zwar deutlich auf 6,6%, im Folgejahr jedoch begaben Banken bereits wieder Neuemissionen im Umfang von 20% des niederländischen Immobiliendarlehensbestandes. Allerdings wurden die emittierten RMBS in den letzten Jahren häufig nicht am Markt platziert, sondern zu Zwecken der Liquiditätsbeschaffung bei der EZB einbehalten (sogenannte „retained“ RMBS).

- ▶ **Gestiegene systemische Relevanz von Covered Bonds**

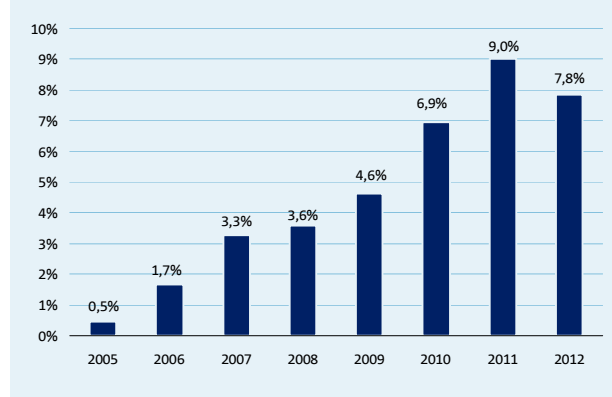
Im Verhältnis zum BIP ist der niederländische Covered Bond Markt mit 7,8% unterdessen fast so bedeutend wie der deutsche Pfandbriefmarkt mit 8,7% (Stand 2011, siehe nachfolgende rechte Grafik). Damit ist auch die systemische Relevanz des Produktes Covered Bond in den Niederlanden gestiegen, was eine Unterstützung eines Covered Bond Programms im Falle einer Emittenteninsolvenz durch andere Banken bzw. den Staat wahrscheinlicher macht.

Bedeutung von Covered Bonds als Refinanzierungsinstrument von Hypothekendarlehen hat zugenommen
 Ausstehende Covered Bonds im Verhältnis zum Volumen wohnwirtschaftlicher Hypothekendarlehen in %



Quelle: BayernLB Research; Bloomberg, Hypostat

Auch der Anteil am BIP seit 2005 deutlich erhöht
 Ausstehende Covered Bonds im Verhältnis zum niederländischen BIP in %

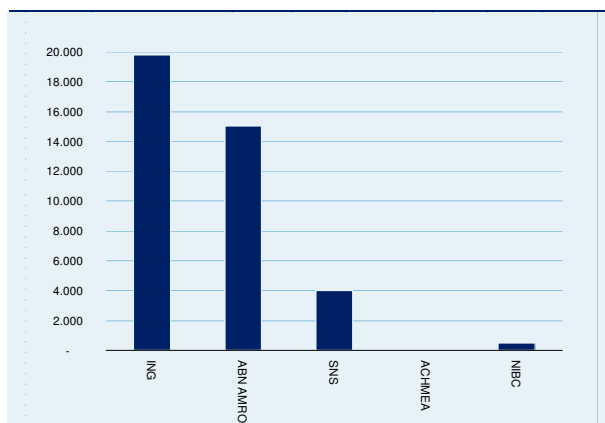


Quelle: BayernLB Research; Markt iBoxx; Bloomberg

► **Die zwei größten Emittenten dominieren knapp 90% des Gesamtmarktes**

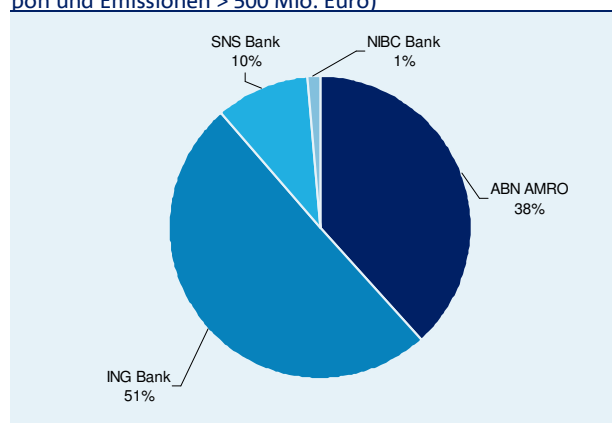
Der niederländische Euro Benchmark Covered Bond Markt wird sehr stark von den zwei größten Emittenten geprägt, die knapp 90% des Marktes unter sich aufteilen. Der größte Emittent nach ausstehendem Volumen ist die ING Bank, welche mit einem ausstehenden Volumen von 19,8 Mrd. Euro und einem Marktanteil von 51% mehr als die Hälfte des Gesamtmarktes beherrscht. Mit einem Volumen in Höhe von 15,05 Mrd. Euro und einem Marktanteil von 37% belegt ABN AMRO den zweiten Platz. Den restlichen Markt teilen sich die SNS Bank (4 Mrd. Euro ausstehendes Volumen) mit 10% Marktanteil und die NIBC Bank (500 Mio. Euro, 1% Marktanteil), während die Achmea Hypotheekbank aktuell keine Benchmark Anleihe ausstehen hat.

Größter Benchmark Emittent ist die ING Bank
 Ausstehendes Euro Benchmark Volumen in Mio. Euro



Quelle: BayernLB Research; iBoxx

Die dominanten Wettbewerber im Euro-Benchmark Segment sind ING und ABN AMRO
 Marktanteile nach ausstehendem Volumen (Euro, fester Coupon und Emissionen > 500 Mio. Euro)

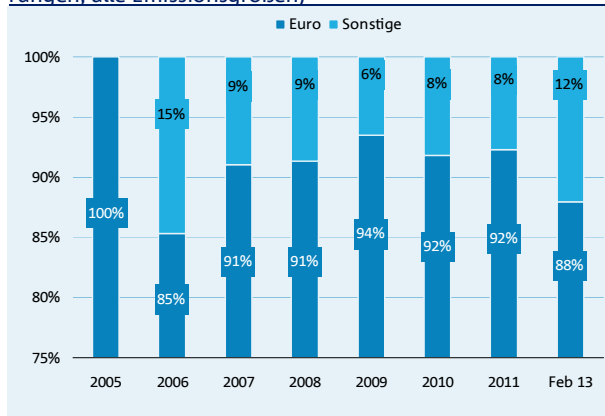


Quelle: BayernLB Research; iBoxx

► **Euro-Emissionen dominieren, USD zweitwichtigste Währung**

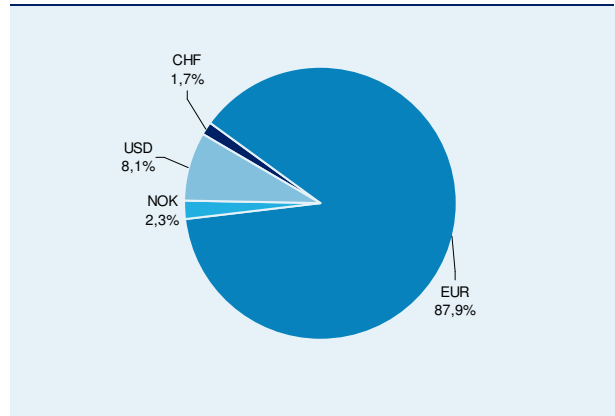
Der niederländische Covered Bond Markt wird stark von Euro Emissionen dominiert. Während der Fremdwährungsanteil von 2007 bis 2011 zwischen 6% und 9% geschwankt hat, haben Fremdwährungen im Verlauf des Jahres 2012 an Bedeutung hinzugewonnen. So beträgt der Anteil ausstehender Fremdwährungsemissionen im März 2013 rund 12%. Wichtigste Emissionswährung neben dem Euro ist der US-Dollar, der einen Anteil von 8% an den ausstehenden Covered Bonds umfasst. Daneben stehen auch noch Anleihen in NOK (2,3%) und CHF (1,7%) aus.

Emissionen in EUR dominieren nach wie vor, allerdings werden Fremdwährungen beliebter
 Währungsanteil an ausstehendem Volumen in % (alle Währungen, alle Emissionsgrößen)



Quelle: BayernLB Research; Bloomberg, ECBC

Euro ist nach wie vor die wichtigste Emissionswährung
 Währungsanteil an ausstehendem Volumen in % (Euro, Emissionen > 500 Mio. Euro)



Quelle: BayernLB Research; Bloomberg

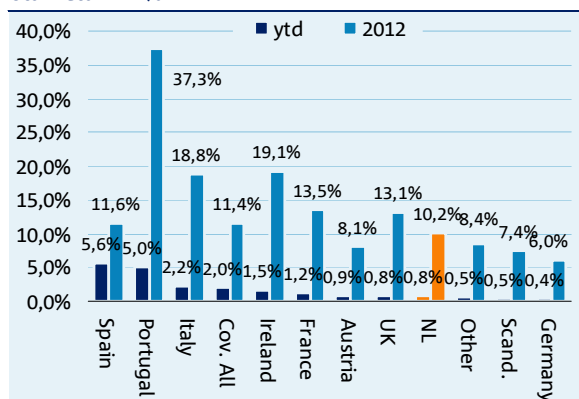
Sekundärmarkt-Performance und Relative Value

► **Niederländische Covered Bonds erzielten 2012 bei geringer Volatilität einen leicht unterdurchschnittlichen Gesamtertrag**

Niederländische Covered Bonds erzielten 2012 einen leicht unterdurchschnittlichen Gesamtertrag. Die Performance liegt auf Basis des iBoxx Covered Netherlands bei 10,2% und damit unter der Performance des Gesamtindex iBoxx Covered mit 11,4% bei einer fast identischen Duration. Die Spreads engten sich im Laufe des Jahres um 45 Bp ein, was zwar gegenüber der Spread-Einengung der Peripherie-Segmente Portugal (-468 Bp), Irland (-276 Bp) und Italien (-183 Bp) deutlich geringer ist. Allerdings ersparten sich die Investoren auch die zwischenzeitlich hohe Volatilität der Peripherie Covered Bonds. Gestützt wurde die Spread-Entwicklung niederländischer Covered Bonds vor allem durch die überdurchschnittliche Bonität des Heimatlandes während die deutlichen Preisrückgänge am Immobilienmarkt das Segment zwar belasteten, sich letztendlich aber nur geringfügig auf die Risikoaufschläge auswirkten. Vergleichen Sie hierzu bitte auch nachfolgende Grafiken.

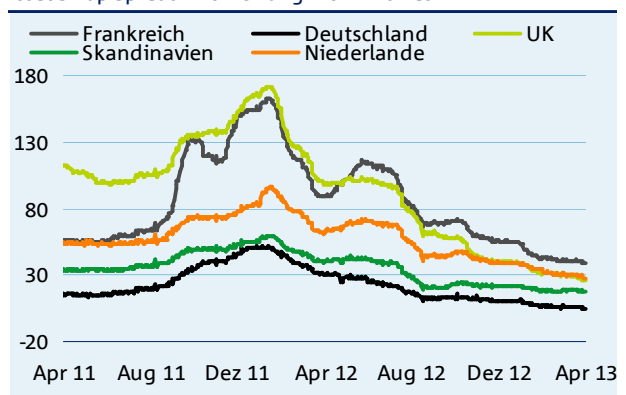
Niederländische Covered Bonds weisen bei ebenfalls geringer Volatilität einen leichten Mehrertrag gegenüber Pfandbriefen und skandinavischen Covered Bonds auf

Total Return in %



Quelle: BayernLB Research, Datastream

Asset Swap Spread Entwicklung iBoxx Indizes



Quelle: BayernLB Research, Bloomberg

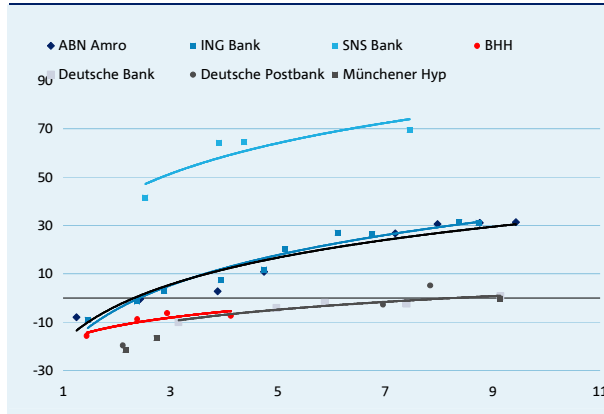
► **Wir gewichten niederländische Covered Bonds neutral: Fundamentale Stärke spricht für eine Übergewichtung...**

Wir gewichten niederländische Covered Bonds gegenüber unserer Benchmark, dem iBoxx Euro Covered mit neutral. Wir schätzen an dem Segment die solide Qualität der Gesetzgebung und der Deckungsstöcke, die bei registrierten Covered Bonds zu 100% aus erstrangigen, wohnwirtschaftlich genutzten Hypothekendarlehen mit sehr niedrigen Ausfallraten bestehen. Somit würde die trotz des starken Hauspreiserückgangs überdurchschnittlich gute Deckungsstockqualität für eine Übergewichtung des Segments sprechen - so bescheinigt Moody's dem Segment nach Covered Bonds aus Finnland und Norwegen die geringste Verlustwahrscheinlichkeit anhand der Indikatoren „Collateral Risk“ und „Market Risk“¹ (siehe auch nachfolgende rechte Grafik).

► **... Performance-Erwartung gegen das Segment**

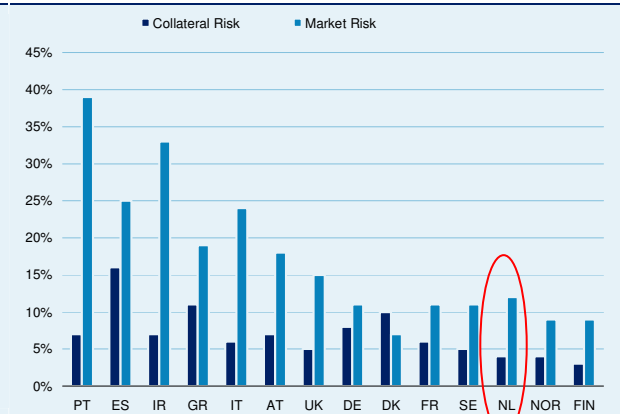
Zudem bieten niederländische Covered Bonds, insbesondere am langen Ende der Kurve noch einen Spread-Vorteil gegenüber Pfandbriefen von rund 20 – 25 Bp (siehe nachfolgende linke Grafik). Allerdings erachten wir - angesichts einer sich nach Ansicht unserer Zinsstrategen immer deutlicher abzeichnenden Überwindung der Schuldenkrise - inzwischen gedeckte Anleihen aus der Peripherie als attraktiver, weswegen wir das niederländische Segment nur mit neutral gewichten.

Niederländische CBs bieten insbesondere am langen Ende einen deutlichen Spread-Vorteil gegenüber Pfandbriefen
Asset Swap Spreads in Bp



Quelle: BayernLB Research; Bloomberg

Die Deckungsstöcke niederländischer CBs weisen trotz der Hauspreiserückgänge geringe Verlustrisiken auf
Moody's Collateral Risk und Collateral Score Indikatoren



Quelle: BayernLB Research; Moody's EMEA Covered Bond Monitoring Overview Q3 2012

Für einen Gesamtüberblick über unsere Segment-Empfehlungen vergleichen Sie bitte auch unserer Covered Bond Scorecard im Anhang auf Seite 19.

Die niederländische Gesetzgebung

► **Gesetzgebung lässt Emittenten viele Gestaltungsmöglichkeiten**

Die niederländische Gesetzgebung, die im Juli 2008 eingeführt wurde, lässt den Emittenten im Gegensatz zu den Rechtsrahmen anderer Länder recht viele Gestaltungsmöglichkeiten, indem sie lediglich Mindeststandards beispielsweise in Bezug auf die Beleihungsgrenzen oder die Art der Aktiva in den Deckungsstöcken setzt. Dies bietet den emittierenden Banken naturgemäß Vorteile, erschwert allerdings die Analyse für Investoren.

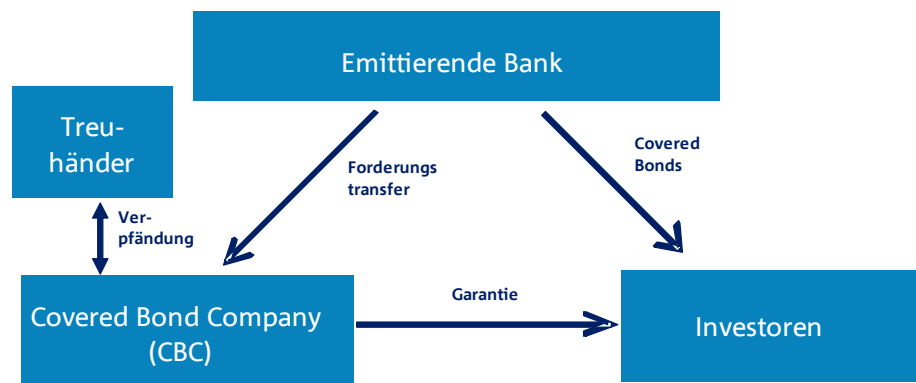
¹ Mit den Indikatoren „Collateral Risk“ und „Market Risk“ bestimmt Moody's den erwarteten Verlust, mit dem ein Investor nach Emittenteninsolvenz rechnen muss. Mit dem Indikator „Collateral Risk“ drückt Moody's aus, mit welchem Verlust allein aufgrund der Verschlechterung der Aktivaqualität gerechnet wird. Das Market Risk misst dagegen die Refinanzierungsrisiken im Falle einer Emittenteninsolvenz, also z.B. Fristen-, Zins- oder Währungsinkongruenzen zwischen Cover Pool und Covered Bonds.

Struktur von Regulated Covered Bonds und Emittenten

- **Frühzeitige Separierung der Aktiva, die an einen im Interesse der Investoren handelnden Treuhänder verpfändet werden**

Von Vorteil für Investoren ist dagegen sicher die frühzeitige Separierung der Aktiva bereits bei Emission auf eine eigenständige, so genannte „Covered Bond Company“ („CBC“), die allerdings in der Bilanz des Emittenten konsolidiert wird. Qualifizierte Emittenten sind grundsätzlich alle niederländischen Kreditinstitute, die von der niederländischen Zentralbank (De Nederlandsche Bank, DNB) überwacht und für Covered-Bond-Emissionen lizenziert sind. Das sogenannte insolvenzferne SPV (special purpose vehicle) hält die Cover Pool Werte zugunsten der Covered Bonds Gläubiger und garantiert im Falle einer Insolvenz des Emittenten die zeitgerechte Rückzahlung von Zins und Tilgung. Damit sichergestellt wird, dass das CDC dieses Garantieverprechen auch einhält, ist es verpflichtet die Cover Assets zugunsten eines im Interesse der Investoren handelnden Treuhänders zu verpfänden. Vergleichen Sie hierzu bitte auch nachfolgende Darstellung.

Vereinfachte Struktur niederländischer regulierter Covered Bond (SPV Modell)



Quelle: BayernLB Research, dacb.nl

Aufsicht und Deckungsstockprüfung

- **Mit der Registrierung bei der DNB müssen gewisse Qualitätsstandards eingehalten werden**

Damit ein Covered Bond Programm bei der niederländischen Zentralbank registriert werden kann, müssen folgende Bedingungen erfüllt sein:

- Der Antragsteller ist ein niederländisches Kreditinstitut, das somit von der DNB überwacht wird.
- Eine rechtsgültige Abgrenzung des Cover Pools muss gewährleistet sein, indem der Emittent die Deckungsforderungen auf das CBC überträgt.
- Die begebenen Covered Bonds müssen von hoher Qualität sein und somit mindestens ein AA-/Aa3 Rating einer anerkannten Rating-Agentur aufweisen.
- Die emittierten Covered Bonds müssen in dreifacher Hinsicht eine „gesunde Relation“ aufweisen: (a) Im Verhältnis zum zugrunde liegenden Cover Pool, (b) im Verhältnis zu den auf der Bilanz des Emittenten verbliebenen Cover Pool-fähigen Forderungen und (c) im Verhältnis zur Bilanzsumme des Emittenten, um so die Ansprüche anderer (z.B. unbesicherter) Gläubiger ausreichend zu schützen.

- Der Emittent muss der DNB solide und erfolgversprechende Strategien präsentieren, wie während der gesamten Laufzeit aller ausstehender Covered Bonds für eine ausreichende Überdeckung mit geeigneten Deckungswerten gesorgt werden soll.

► **Unabhängiger „Asset Monitor“ zur Kontrolle des Cover Pools gesetzlich vorgeschrieben**

Neben der Aufsicht durch die DNB überwacht ein sogenannter „Asset Monitor“, meist ein unabhängiger Treuhänder bzw. eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die Einhaltung der im Covered Bond Programm eingegangenen Verpflichtungen. Der Asset Monitor führt auch mindestens jährlich (in der Regel aber monatlich) den Asset Coverage Test (ACT) durch, bei dem die ausreichende Deckung der ausstehenden Covered Bonds unter Berücksichtigung von Kredit-, Liquiditäts- oder auch Aufrechnungsrisiken festgestellt wird. Die ACT-Ergebnisse werden zudem an die niederländische Zentralbank übermittelt.

Gesetzlich zulässige Deckungswerte

► **Keine gesetzlichen Einschränkungen, allerdings bisher ausschließlich wohnwirtschaftliche Darlehen in den Cover Pools**

Die niederländische Covered Bond Gesetzgebung macht in Bezug auf die zugelassenen Deckungswerte im Gegensatz zu den meisten anderen europäischen Gesetzen keinerlei Einschränkungen bezüglich Forderungsart oder Beleihungswertgrenze. Vielmehr erfolgt lediglich eine Abgrenzung hinsichtlich deren geografischen Herkunft auf die EU-Mitgliedsstaaten, die Schweiz, USA, Kanada, Japan, Südkorea, Singapur, Hongkong und Australien. Allerdings werden bisher alle regulierten niederländischen Covered Bonds durch wohnwirtschaftlich genutzte Hypothekendarlehen aus den Niederlanden abgesichert, die somit grundsätzlich den CRD-Vorgaben entsprechen, allerdings nur bis zu einer Beleihungsgrenze von 80% bei Wohnimmobilien und 60% bei Gewerbeimmobilien². Darlehen, die höhere Beleihungsausläufe aufweisen, dürfen grundsätzlich in den Cover Pool aufgenommen werden, allerdings wird der Teil des Darlehens, der die LTV-Grenze überschreitet bei dem oben beschriebenen Asset Coverage Test nicht angerechnet.

► **Weder die Bewertung der Immobilien...**

Auch zur Bewertungsmethode macht das niederländische Gesetz keine Vorgaben. So wäre grundsätzlich sowohl der Wert bei Zwangsversteigerung sowie auch der (weniger konservative) Marktwert zulässig. Die Bewertungsmethode der Deckungsstock-Aktiva beruht allerdings meist auf dem Zwangsversteigerungswert bei Kreditvergabe, der je nach Programm 85% bis 90 % des Marktwertes beträgt.

► **...noch die Kriterien für die Ersatzdeckung (Bonität, Anteil) sind im Gesetz näher spezifiziert**

Ebenfalls nicht geregelt sind die Mindestbonität und der maximale Anteil der gesetzlich zugelassenen Ersatzdeckung. In der Regel verwenden die Emittenten hierzu neben Kassenbeständen, Staatsanleihen (oder staatlich garantierte Forderungen), die sich nach den Anforderungen zur bevorzugten Risikogewichtung der geltenden Europäischen Kapitaladäquanz-Richtlinie (CRD) für eine 0%-Risikogewichtung qualifizieren auch Forderungen gegen Banken. Allerdings sind zur Einhaltung der CRD-Kompatibilität Forderungen an Kreditinstitute auf 15% der ausstehenden Bonds beschränkt.

² Gewerbeimmobilien werden darüber hinaus bis zu einem Beleihungswert von 70% voll angerechnet, jedoch nur unter Bereitstellung von mindestens 10% zusätzlicher Deckung für den Teil, um den der Kredit 60% übersteigt. Darlehen, die über eine Garantie der staatlichen Hypothekenversicherung („National Hypotheek Garantie“, NHG) verfügen, sind bis zu einer Beleihungsgrenze von 100% zulässig.

Transparenzvorschriften

- ▶ **Umfangreiche Berichtspflicht gegenüber der DNB steht im Widerspruch zur Transparenzpflicht gegenüber Investoren**

Zwar werden im niederländischen Covered Bond Gesetz umfangreiche Berichtspflichten gegenüber der niederländischen Zentralbank festgeschrieben, gegenüber Investoren fehlen diese Transparenzvorschriften allerdings gänzlich. Nichtsdestotrotz veröffentlichen die Emittenten auf freiwilliger Basis relativ umfangreiche Cover Pool Berichte, die in der Regel sogar monatlich auf die jeweiligen web pages gestellt werden. Vergleichen Sie hierzu bitte unseren Anhang, in dem neben Informationen zu den Cover Pools auch die jeweiligen Internet-Links für die „Fundstellen“ der Cover Pool Reports auf den webpages der Emittenten angegeben sind.

OGAW-Konformität und Risikogewichtung

- ▶ **Niederländische Covered Bonds erfüllen grundsätzlich nur die OGAW-Kriterien**
- ▶ **Die Emittenten können über die Auswahl der Deckungswerte CRD-Konformität sicherstellen**
- ▶ **Außer der Achmea qualifizieren sich aktuell alle Programme für eine bevorzugte Risikogewicht von 10%**
- ▶ **Tabellarischer Gesetzesvergleich im Anhang**

Niederländische Regulated Covered Bonds erfüllen aufgrund der gesetzlichen Grundlage und der speziellen öffentlichen Aufsicht durch die DNB lediglich die Kriterien für gedeckte Schuldverschreibungen gemäß Artikel 52 (4) der OGAW-Richtlinie 2009/65/EG, wodurch erweiterte Investmentgrenzen für Versicherungen und/oder Fonds (25% anstatt 5%) gelten. Allerdings fordert die niederländische Gesetzgebung nicht explizit die Erfüllung der Anforderungen zur bevorzugten Risikogewichtung nach der noch geltenden Europäischen Kapitaladäquanz-Richtlinie (CRD)³. Somit können Emittenten über die Auswahl ihrer Deckungswerte selbst wählen, ob ihre regulierten Covered Bonds lediglich OGAW-konform oder (über die Erfüllung der CRD-Vorgaben) OGAW- und CRD-konform ausgestaltet sind.

Aktuell sind bei der DNB die Covered Bond Programme von ABN Amro, ING Bank, NIBC Bank und der SNS Bank registriert, die auch alle die CRD-Anforderungen zur bevorzugten Risikogewichtung von 10% erfüllen. Das Programm der Achmea Hypotheekbank enthält dagegen Beleihungsausläufe bis 125% und qualifiziert sich somit nicht für eine bevorzugte Risikogewichtung.

Weitere Informationen zu den gesetzlichen Regelungen für niederländische Covered Bonds (auch im Vergleich zu Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und UK) entnehmen Sie bitte der Übersichtstabelle auf Seite 20.

Stärken und Schwächen

Die Stärken der niederländischen Gesetzgebung liegen

- in der frühzeitigen Separierung der Aktiva bereits bei Emission auf eine eigenständige Covered Bond Company (CBC), die Investoren einen guten Zugriff bei Insolvenz des Emittenten ermöglicht,
- in den mit der Registrierung bei der DNB verbundenen umfangreichen Berichtspflichten der Covered Bond Emittenten und

³ Anhang VI, Teil 1, Abs. 68 a-f in Verbindung mit der Kapitaladäquanzrichtlinie 2006/49/EC. Mit der Umsetzung von Basel III gilt nach den Entwürfen der EU-Kommission vom Juli 2011 sowie dem EU-Parlament vom Mai 2012 dann Artikel 124 der überarbeiteten Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive, CRD IV) und der neuen zugehörigen Verordnung (Capital Requirements Regulation, CRR) als Rechtsgrundlage. Das Risikogewicht für gedeckte Bankanleihen wird dann künftig direkt von deren individuellem Rating abhängen und nicht mehr wie früher vom Staats-Rating (Option 1, z.B. von Deutschland gewählt) oder dem Rating des Emittenten (Option 2, z.B. in UK und Spanien).

- in der Berücksichtigung von Liquiditäts-, Kredit- und Zinsrisiken über den Asset Coverage Test.

Die Schwächen der niederländischen Gesetzgebung liegen in den, im Gegensatz zu den Rechtsrahmen anderer Ländern, vielen Gestaltungsmöglichkeiten, die die Analyse für Investoren etwas erschwert. So gibt es z.B. keine gesetzlichen Vorschriften in Bezug auf

- die Mindestübersicherung,
- maximale Beleihungswerte oder
- mögliche Ersatzdeckungswerte.

Volkswirtschaftliches Umfeld

- ▶ **Die niederländische Wirtschaft befindet sich seit Mitte 2011 in der zweiten Rezession innerhalb von vier Jahren**
Die niederländische Wirtschaft ist Mitte 2011 das zweite Mal innerhalb von vier Jahren in eine Rezession gerutscht („Double-Dip- Rezession“). So schrumpfte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ab dem zweiten Quartal 2011 und zuletzt im vierten Quartal letzten Jahres um 0,9% (yoy). Dies stellt zwar eine leichte Verbesserung gegenüber dem Vorquartal dar (-1,5% yoy, davor in Q2 2012 -0,4%, Q1 2012 -0,8%, Q4 2011 -0,8%), allerdings ist somit bisher noch keine durchgreifende Trendumkehr erkennbar.
- ▶ **Belastend wirken schwacher Export und Konsum, der durch eine hohe private Verschuldung und dem rückläufigen Häusermarkt gedämpft wird**
Verantwortlich hierfür sind vor allem die schwache, für die Niederlande bedeutende Exportindustrie sowie der verhaltene Konsum. Letzterer wird vor allem durch geringere Einkommenszuwächse und einen rückläufigen Immobilienmarkt beeinträchtigt (vergleichen Sie hierzu bitte das nachfolgende Kapitel). Hinzu kommen die (mit 110% im Verhältnis zum BIP) hohen Hypothekenschulden, die auf den niederländischen Haushalten lasten und die den privaten Konsum auch noch mittelfristig dämpfen werden. Negativ auf den Konsum hat sich zudem die Erhöhung der Mehrwertsteuer um drei Prozentpunkte auf 21% zum 01. Oktober 2012 ausgewirkt.
- ▶ **Auch die Arbeitslosenquote steigt seit 2011 an, liegt mit aktuell 7,5% aber immer noch deutlich unter EU-Durchschnitt**
Ebenso wirkt sich die steigende Zahl der Arbeitslosen negativ auf den Privatkonsum aus: Im Januar stieg die Arbeitslosenquote saisonbereinigt laut Bloomberg auf 7,5% (nach 7,2% im Dezember, 7,0% im November und 6,8% im Oktober) und befindet sich damit seit Mitte 2011 als sie noch bei 5,0% lag, auf einem durchgehenden Aufwärtstrend. Im Durchschnitt wird die Arbeitslosenquote dieses Jahr bei 7,5% erwartet (Bloomberg-Konsens) und bis 2014 wird sie voraussichtlich noch leicht auf 7,7% ansteigen. Innerhalb der EU bewegt sich die Niederlande damit aber immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau: Im Jahr 2012 lag die durchschnittliche Arbeitslosenquote in der EU bei 10,4% (2011 9,7%).
- ▶ **Die Verschuldungsquote hat in den letzten Jahren von 60% (2009) auf 71% (Ende 2012) zugelegt, bleibt aber deutlich unter dem Durchschnitt der Eurozone (93%)**
Auch die Staatsverschuldung der Niederlande ist in den letzten Jahren infolge der hohen öffentlichen Defizite (2010 -5,1%, 2011 -4,5%, 2012 -4,0%) deutlich angestiegen. Betrug sie Ende 2009 noch 60% (gemessen am BIP) und erfüllte somit gerade noch das Maastricht-Schuldenkriterium, stieg sie bis Ende letzten Jahres auf 71%. Zwar liegt die Schuldenstandsquote damit noch in einem moderaten Bereich und deutlich unter dem Durchschnitt der EU (93,1%). Allerdings erwartet die EU-Kommission bis Ende 2014 einen weiteren Anstieg auf gut 75%.

- ▶ Die 3 großen Rating-Agenturen bewerten die Niederlande jeweils mit der Bestnote - allerdings vergeben alle aktuell einen negativen Ausblick

Die drei großen Rating-Agenturen bewerten die Niederlande mit ihrer jeweiligen Bestnote. Allerdings ist die Bonität des niederländischen Staates in den letzten Monaten etwas in die Diskussion geraten, da nach der Änderung des Ausblickes von Fitch am 05. Februar 2013, inzwischen alle drei Rating-Agenturen das Land mit einem negativen Ausblick versehen. So begründet etwa Fitch den negativen Ausblick mit mehreren „Schocks“, mit denen sich die niederländische Wirtschaft konfrontiert sieht. So sinken (1) die Immobilienpreise weiterhin recht deutlich und die Korrektur fällt mit einem von Fitch insgesamt erwarteten Preisrückgang von 25% stärker als ursprünglich erwartet aus (zuvor 18%). (2) Wie die Ende Januar durchgeführte Verstaatlichung der SNS Bank bestätigt, bleibt die Lage der niederländischen Banken angespannt. So mussten seit 2008 drei der vier größten Banken des Landes externe Unterstützung in Anspruch nehmen. (3) Zudem rechnet Fitch noch mit einem weiteren Anstieg der Gesamtverschuldung des Landes bis auf 77% des BIP (nicht zuletzt durch die Verstaatlichung der SNS Bank, wofür Fitch einen Anstieg der Verschuldung um 1,6% des BIP erwartet), einen im Vergleich zu anderen AAA bewerteten Ländern hohen Wert. Erst danach erwartet Fitch eine Entspannung der Verschuldungssituation.

- ▶ Ausblick: Auch in den nächsten Jahren bleibt die makroökonomische Lage (Wachstum, Beschäftigung, Immobilienmarkt) schwierig,...

Makroökonomisch bleibt die Lage für die Niederlande auch in den kommenden Jahren schwierig. Zwar wird die niederländische Wirtschaft nach dem Rückgang der Wirtschaftsleistung in den letzten Jahren 2013 wohl erstmals wieder etwas wachsen können (BayernLB Prognose 0,5%). Nichtsdestotrotz wird die Verschuldung des Landes, wenn auch etwas langsamer als in den Vorjahren, weiter zulegen. Auch die Arbeitslosigkeit dürfte weiter ansteigen und so auch in den nächsten Jahren Konsum und Wirtschaftsleistung belasten. Verstärkte Aufmerksamkeit sollte auch dem Immobiliensektor zukommen: Einschlägige Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Immobilienkrise in den Niederlanden in den nächsten Jahren noch nicht abschwächen dürfte. In Kombination mit den hohen Hypothekenschulden der Privathaushalte gehen hiervon erhöhte Risiken aus.

- ▶ ...allerdings verfügt die Niederlande mit dem Aaa/AAA/AAA Rating (mehr denn je) über eine überdurchschnittliche Bonität im Euroraum

Festzuhalten bleibt aber auch, dass die Niederlande eines der wenigen im Euroraum verbliebenen „Aaa/AAA/AAA“ gerateten Länder bleibt und somit weiterhin über eine ausgezeichnete, im Euroraum sogar inzwischen deutlich überdurchschnittliche Bonität verfügt. So schreibt Fitch in seiner letzten Analyse zur Bestätigung des AAA Ratings u.a., dass das Land über eine flexible, diversifizierte und kompetitive Wirtschaft verfüge. Zudem habe das Land in der Vergangenheit eine solide Budgetdisziplin an den Tag gelegt, die auf einen breiten gesellschaftlichen und politischen Konsens basiere.

Der niederländische Hypotheken- und Immobilienmarkt

- ▶ Die wichtigsten Charakteristika des niederländischen Hypothekenmarktes

Die wichtigsten Charakteristika des niederländischen Hypothekenmarktes, der sich in mancher Hinsicht von den anderen europäischen Märkten unterscheidet, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Mit 95% des BIP weist die Niederlande die **höchste Immobilienverschuldung und die höchsten Beleihungswerte (LTVs) in der Eurozone** auf. Beides ist vorrangig auf die steuerliche Abzugsfähigkeit von Hypothekenzinszahlungen zurückzuführen.

- Gleichzeitig werden (um die Steuerersparnis möglichst zu maximieren) die **Darlehen meist erst zum Ende der Darlehenslaufzeit getilgt** (so genannte „Interest-only Darlehen“). Um diesen höheren Risiken zu begegnen, fordern die Banken von den Kreditnehmer **während der Laufzeit kontinuierliche Einzahlungen in Spar- oder Anlagekonten**.
- Dies führt dazu, dass die Haushalte neben der beschriebenen überdurchschnittlichen (Brutto-) Verschuldung **in Europa mit die höchsten Vermögen** aufweisen. Ende 2011 lag das Verhältnis von Finanzvermögen zu Einkommen bei 1.374%, fast doppelt so hoch wie im Durchschnitt der Eurozone (767%).
- **Das Standarddarlehen in den Niederlanden ist erstrangig und wird vom Darlehensnehmer für eine selbstgenutzte Immobilie aufgenommen**. Nichtstandardisierte Darlehen (zu spekulativen Zwecken) wurden auch in Phasen steigender Immobilienpreise kaum vergeben.
- **In den letzten Jahren wuchs der Anteil der Darlehen, die von der „Nationale Hypotheek Garantie“ (NHG) profitieren⁴**. Durch diese Versicherung, die etwaige Kreditausfälle abdeckt und für S&P mit einer Staatsgarantie gleichzusetzen ist, verringert sich die Zinslast für den Darlehensnehmer.
- **Die niederländische Gesetzgebung gilt als gläubigerfreundlich**. Bei einem Ausfall besteht **voller Zugriff auf das Vermögen und auf einen Teil des Einkommens des Schuldners**.

► **Niederländische Hypotheken weisen in Europa mit die niedrigsten Ausfallraten auf**

So sprechen also grundsätzlich einige Charakteristika für, andere aber auch gegen diesen Markt. Fakt ist allerdings, dass niederländische Hypothekenkredite in den letzten 10 Jahren – trotz ständig steigender privater Verschuldung und zweistelliger prozentualer Immobilienpreiserückgänge (siehe näheres dazu weiter unten) – lediglich minimale Ausfallraten und somit in Europa mit die beste Asset-Qualität aufwiesen⁵.

► **Niederlande: Immobilienpreise fallen weiter**

Währenddessen setzte sich am niederländischen Immobilienmarkt der Preiserückgang im zweiten Halbjahr des letzten Jahres unvermindert fort. So fiel der Index bestehender Ein- und Mehrfamilienhäuser im dritten und vierten Quartal (jeweils gegenüber Vorperiode) nach Daten des niederländischen Statistikamtes um 3,8% bzw. 0,7%. Auch im Jahresvergleich zeigt sich die anhaltende negative Tendenz mit einem Preiserückgang um -7,4% im vierten Quartal 2012 im Vergleich zum vierten Quartal 2011 (Q3 2012: -8,7%, Q2 2012: -5,4%, Q1 2012: -4,1%).

► **Anfang 2013 hat die negative Preisdynamik sogar noch zugenommen**

Somit ist, auch nachdem die niederländischen Immobilienpreise seit ihrem Hoch vor fünf Jahren inzwischen bereits um 18% zurückgekommen sind, noch kein Ende der negativen Preisentwicklung abzusehen⁶. Auch zu Jahresbeginn setzte sich der Preiserückgang weiter fort, wobei die Dynamik im Februar gegenüber Januar etwas nachgelassen hat. Während die Preise im Januar im Jahresvergleich um 9,6% und damit den höchsten Wert seit Indexberechnung 1995 zurückfielen, stiegen sie im Februar gegenüber Vormo-

⁴ S&P schätzt den Anteil bei den ausstehenden Darlehen auf 15 – 20% und bei den in den letzten Jahren neu vergebenen Darlehen auf 30 – 40%.

⁵ Ende 2011 betrug die Ausfallrate bei den großen vier Banken des Landes, die zusammen über 85% aller Hypothekendarlehen vergaben lt. S&P gerade einmal 0,07% des Darlehensbestandes.

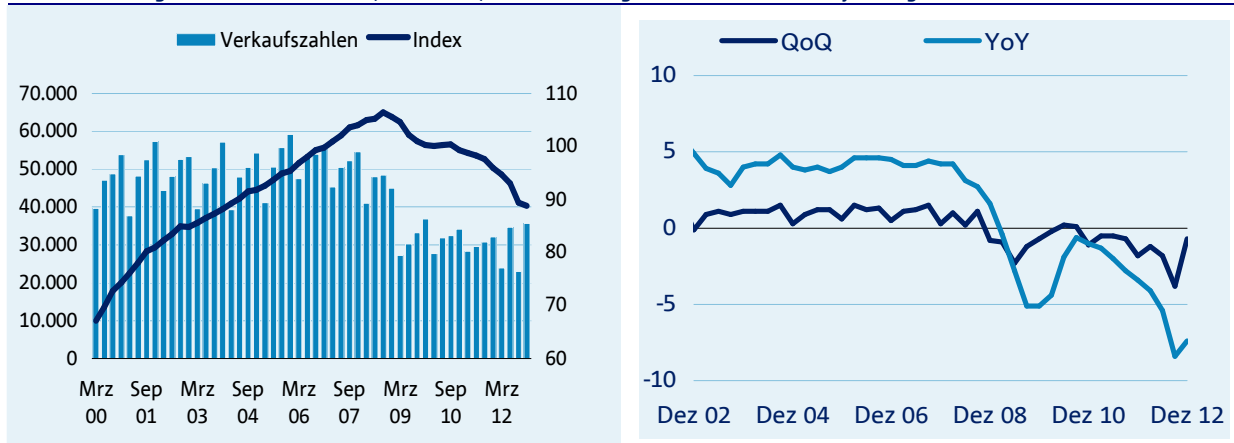
⁶ Rechnet man die Inflation der letzten Jahre heraus, summiert sich der reale Rückgang sogar auf 20%, sprich die aktuellen Preise entsprechen denen des Jahres 2003.

nat um 1,2%, liegen damit aber gegenüber Vorjahresmonat immer noch um 8,3% niedriger.

► **Bisherige Preisrückgänge reichen noch nicht für eine Belebung der Nachfrage**

Allerdings reicht dieser starke Hauspreisrückgang offenbar noch nicht aus, um die Immobiliennachfrage nachhaltig zu beleben. Zwar stiegen die Hausverkäufe im letzten Quartal 2012 gegenüber Vorjahr etwas an (von 32.080 auf 35.707). Nichtsdestotrotz bleiben damit die Häuserumsätze weiterhin deutlich unter den Niveaus von vor 2008 als diese im Schnitt um 50% bis 70% höher ausfielen. Vergleichen Sie hierzu bitte auch die nachfolgenden Grafiken.

Niederländischer Immobilienmarkt: Deutliche Preisrückgänge, aber noch keine Belebung der Nachfrage
Index für selbstgenutzten Wohnraum (2010 = 100) inkl. Änderungen und Anzahl der im jeweiligen Quartal verkauften Häuser



Quelle: BayernLB Research, Statistics Netherlands

Quelle: BayernLB Research, Statistics Netherlands

► **Gründe für den Preisverfall liegen in der schwachen Wirtschaftsentwicklung und dem Wegfall von Steuervorteilen**

Die Gründe für den deutlichen Preisverfall der letzten Jahre liegen, neben der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung und nur geringer Einkommenszuwächse der letzten Jahre, vor allem in dem Ende bzw. der Reduzierung der (bisher vollständigen) steuerlichen Abzugsfähigkeit von Hypothekenzinsen für Erstkredite, die die neue Regierungskoalition aus Liberalen und Sozialdemokraten eingeführt hat. So ist zukünftig nur dann eine steuerliche Abzugsfähigkeit gegeben, wenn der Hypothekenkredit bereits während der Laufzeit kontinuierlich getilgt wird und nicht wie früher üblich erst am Laufzeitende in einer Summe zurückgezahlt wird.

► **Preise könnten noch länger fallen**

Auch für die nächsten Quartale muss am niederländischen Immobilienmarkt mit weiter fallenden Preisen gerechnet werden. Hierfür sprechen die vermutlich nur gering ausfallende wirtschaftliche Belebung, die erst 2014 einsetzen dürfte (Bloombergkonsens 2013 -0,3%, 2014 und 2015 jeweils + 1,0%), die vermutlich zumindest noch etwas ansteigende Arbeitslosigkeit und die oben angesprochenen, seit dem Beginn des Jahres wegfallenden Steueranreize zum Immobilienerwerb.

- **S&P: Kaufkraft und rückläufige Begünstigung von Hypothekenbelastungen drücken auf Nachfrage – erst mittelfristig mit Preissteigerungen zu rechnen**

So rechnet auch S&P gemäß einem im Januar veröffentlichten Report⁷, für die nächsten Jahre mit keiner markanten Verbesserung und erwartet auch 2013 /2014 rückläufige Preise (-5,9% und -2%). Geringes Wirtschaftswachstum (S&P Schätzung 2013 0,3%, 2014 1,2%), rückläufige Kaufkraft und nicht zuletzt die Sorge, dass die bisherige steuerliche Begünstigung von Hypothekenbelastungen weiter vermindert werden könnte, sollten die Immobiliennachfrage auch in den kommenden Jahren schwächen. Erst mittelfristig rechnet S&P angesichts eines sich zunehmend verknappenden Angebots mit einer Bodenbildung.

- **Fitch rechnet ab Mitte 2014 wieder mit stabilen Preisen**

Fitch geht davon aus, dass es bis Mitte 2014 wieder zu stabilisierten Preisen am heimischen Immobilienmarkt kommen sollte. Zuvor dürften die Preise allerdings annualisiert noch um weitere 5% - 7% fallen. Mit einer Verschuldung der Haushalte von 130% im Verhältnis zum BIP, einer der höchsten in der EU, dürfte der verhaltene Ausblick am Häusermarkt aufgrund negativer Vermögenseffekte den Konsum noch länger belasten.

- **Wenn auch weiterer Preisrückgänge zu erwarten sind, würden wir die Risiken für Covered Bonds nicht überbewerten – hierfür spricht nicht zuletzt die hervorragende Zahlungsmoral niederländischer Schuldner**

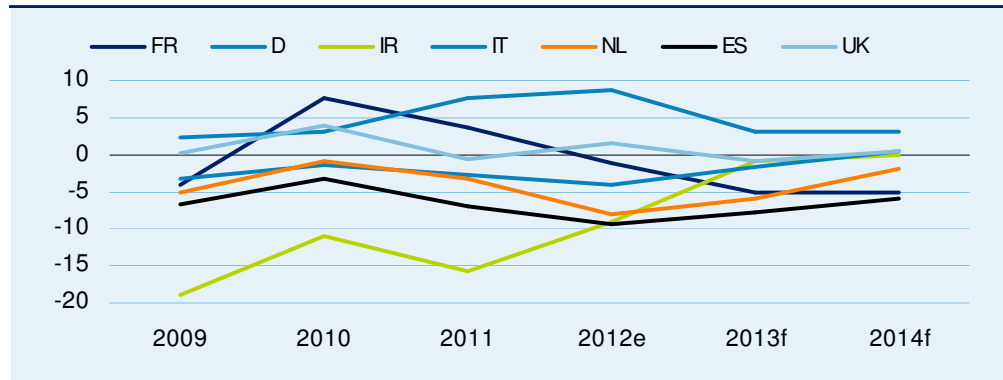
Dennoch sollten unserer Meinung nach die Risiken für Covered Bond Gläubiger aus dem anhaltenden Hauspreisrückgang in den Niederlanden trotz der im europäischen Durchschnitt rekordhohen Verschuldung der privaten Haushalte nicht überbewertet werden. Die Arbeitslosigkeit ist in den Niederlanden mit rund 7,5% im europäischen Durchschnitt nach wie vor deutlich unterdurchschnittlich (EU-Durchschnitt 2012 10,4%). Zudem sorgt eine umfangreiche soziale Absicherung dafür, dass der Großteil der Hypothekenehmer trotz rückläufiger Häuserpreise auch bei einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit in der Lage sein sollte, ihre Kredite fristgerecht zu bedienen. Hierfür sprechen auch die im internationalen Vergleich nach wie vor sehr niedrigen Rückstandsquoten bei holländischen Prime-RMBS. So stieg die Rate der 60 Tage rückständigen Darlehen zwar im Dezember 2012 im Jahresvergleich von 0,66% auf 0,76% an. Indes bleiben sie damit im internationalen Vergleich mit am niedrigsten. Ähnlich gute Werte weisen nur deutsche Hypothekenverbriefungen auf, während etwa britische oder italienische RMBS zwar die nächstbesten Werte, aber immerhin schon Rückstandsquoten von 2% und mehr aufweisen.

- **Die in den letzten Jahren begonnen Reformen sollten sich mittelfristig positiv auswirken**

Mittelfristig sollten zudem die in den letzten Jahren begonnenen Reformen die oben angesprochenen Risiken weiter reduzieren. So beurteilen sowohl S&P als auch Moody's die seit 2011 vom niederländischen Bankenverband vorgegebenen Änderungen der Verhaltensrichtlinien für die Immobilienvergabe („Dutch mortgage lending Code of Conduct“) positiv. So soll der tilgungsfreie Darlehensanteil auf 50% der Erwerbskosten und der maximale Beleihungswert auf 106% begrenzt werden. Dies dürfte, in Verbindung mit den allmählich wegfallenden Steuervorteilen für Immobilienbesitzer, dazu führen, dass die durchschnittlichen Beleihungswerte bzw. die tilgungsfreien Anteile bei holländischen Hypotheken in den nächsten Jahren strukturell niedriger ausfallen werden.

⁷ "Europe's Recession Is Still Dragging Down House Prices In Most Markets" vom 17. Januar 2013

S&P: Nicht nur in den Niederlanden, sondern in den meisten europäischen Ländern werden 2013/2014 die Immobilienpreise sinken
Veränderungsrate im Jahresvergleich in %



Quelle: BayernLB Research, S&P, OECD; 2012e: Für 2012 liegen noch keine endgültigen Werte vor; 2013/2014f: S&P Schätzung

Der niederländische Bankensektor

Konzentration und Marktüberblick

- **Bankensektor stark konzentriert - Marktanteil der drei größten Banken wird auf 70% geschätzt**

Der niederländische Bankenmarkt wird von einigen wenigen Universalbanken und einer Genossenschaftsbank dominiert. Daneben gibt es noch kleinere Spezialanbieter. Zu den bedeutendsten Instituten, die von Moody's und S&P als systemrelevant eingestuft werden, zählen ABN AMRO, ING, SNS Bank und die genossenschaftlich organisierte Rabobank, die im Privatkundensegment Marktführer ist. Insgesamt herrscht eine starke Konzentration am niederländischen Bankenmarkt. S&P schätzt den Marktanteil von ABN AMRO, ING Groep und Rabobank auf etwa 70%. Nach Schätzungen von Moody's teilen sich die drei großen Banken zusammen mit der SNS Bank ca. 90% des niederländischen Kreditmarktes und verwalten mehr als 90% der Einlagen ihres Heimatmarktes.

- **Niederländische Kunden sind zwar hoch verschuldet (zu 95% davon in Hypothekenkrediten)...**

Niederländische Privatkunden sind im Vergleich zu anderen europäischen Ländern sehr hoch verschuldet. Laut S&P summierte sich Ende 2012 das ausstehende private Kreditvolumen auf rund 200% des niederländischen BIP. Den größten Anteil daran haben mit rund 95% Hypothekenkredite. Als Ursache für die hohe Verschuldung gilt die staatliche Förderung des Eigenheimerwerbs. Bis vor kurzem war es möglich, Kreditzinsen bei Eigenheimfinanzierung vollständig steuerlich geltend zu machen. Dadurch greifen Immobilienkäufer bevorzugt auf erst am Laufzeitende zu tilgende Darlehen zurück und sparen die Mittel für die Darlehensrückzahlung über Lebensversicherungen an. Die seit September 2012 regierende Koalition aus VVD und PvdA hat zum 1. Januar 2013 jedoch ein Gesetz verabschiedet, nach dem nur noch Darlehen mit regelmäßiger Tilgung von dieser Subventionierung profitieren.

- **...weisen aber eine hohe Zahlungsmoral auf, die sich in niedrigen Ausfallraten widerspiegeln**

Indes sind Niederländer grundsätzlich Kreditnehmer guter Bonität, die eine hohe Zahlungsmoral aufweisen. Dies zeigt sich auch in den im europäischen Vergleich sehr niedrigen Rückstands- bzw. Ausfallraten bei wohnwirtschaftlich genutzten Immobiliendarlehen⁸. Allerdings sind die niedrigen Ausfälle auch auf das kreditgeberfreundliche Insolvenzrecht zurückzuführen. So hat der Kreditgeber in der Regel das Recht, die

⁸ So betragen die „60+“ Rückstände bei niederländischen RMBS zum Ende 2012 lt. Moody's 0,76%. Die kumulierten Ausfälle beliefen sich auf 0,41% der ursprünglich gewährten Darlehenssummen.

Immobilie zügig zu verwerten und bei Bedarf auch auf andere Ersparnisse des Kreditnehmers zurückzugreifen.

Regulatorische Aufsicht /Staatliche Unterstützung

- ▶ Banken wurden von der Krise hart getroffen – Staatliche Hilfsmaßnahmen summieren sich auf 50 Mrd. Euro Garantien und 20 Mrd. Euro Kapitalhilfen

Die zentrale staatliche Aufsichtsbehörde für den Bankensektor ist die DNB (De Nederlandsche Bank), die niederländische Nationalbank. Allerdings konnten die früher geltenden Rahmenbedingungen für den Bankensektor nicht verhindern, dass mehrere Banken während der europäischen Finanz- und Schuldenkrise in Schieflagen gerieten, was dazu führte, dass der Staat zur Stabilisierung des Bankensystems zu außergewöhnlichen Maßnahmen greifen musste. Insbesondere die großen Universalbanken wurden hart getroffen. Summa summarum wurde dem Finanzsektor mit rund 50 Mrd. EUR an Garantien und 20 Mrd. EUR Kapitalspritzen unter die Arme gegriffen.

- ▶ Bankenrettung erforderte Verstaatlichung ganzer Institute
- ▶ SNS-Rettungsaktion soll ca. 3,7 Mrd. EUR kosten - Eigentümer von Nachranganleihen erleiden Totalverlust

Die ABN AMRO wurde verstaatlicht und mit dem niederländischen Teil der Fortis Gruppe fusioniert. Die ING Groep erhielt Hilfsmaßnahmen in Höhe von rund 10 Mrd. EUR, infolgedessen sie sich aufgrund von EU Auflagen von mehreren Geschäftssparten trennen musste. Die Rückzahlung der gewährten Mittel erfolgt bisher planmäßig. Die SNS Bank hatte bereits in den Krisenjahren Regierungshilfen in Anspruch genommen und musste im Februar 2013 schließlich komplett verstaatlicht werden, um die Stabilität des Finanzsystems aufrecht zu erhalten. Die Kosten für die Rettungsaktion werden auf rund 3,7 Mrd. EUR geschätzt. Im Gegensatz zur Verstaatlichungen anderer europäischer Banken wurden Eigentümer von nachrangigen SNS-Anleihen enteignet, Inhaber von Covered Bonds und erstrangigen Anleihen blieben dagegen außen vor und mussten keine Einschnitte bei Zins- oder Tilgungszahlungen hinnehmen.

- ▶ „Dutch Intervention Act“ als gesetzliches Rahmenwerk um schwächelnde Institute zu unterstützen

Als Reaktion des Staates auf die notwendig gewordenen umfangreichen Unterstützungsmaßnahmen, trat im Juni 2012 der „Dutch Intervention Act“ in Kraft, welcher der DNB und dem niederländischen Finanzministerium mehr Spielraum bei der Rettung von notleidenden Banken einräumt. Dieser erlaubt den Transfer von Aktiva und Passiva auf eine Bad Bank und die Verlustbeteiligung von Gläubigerrechten, die bei der Verstaatlichung der SNS Bank auch „gelebt“ wurde. Allerdings sind die großen niederländischen Banken, die als systemrelevant gelten, grundsätzlich sehr komplex aufgebaut, insofern hält zum Beispiel Moody's staatliche Unterstützung bei einer Schieflage für die realistischste Reaktion der Regierung. Dem würden wir uns anschließen.

Negativer Ausblick: Immobilienrisiken belasten

- ▶ Zwar wurde in den letzten Jahren die Kapitalbasis erhöht und Kostenquote verbessert...

Während der letzten Jahre konnten die niederländischen Covered Bond Emittenten ihre Eigenkapitalquoten etwas verbessern. So rangierten Ende 2012 die harten Kernkapitalquoten der großen Institute zwischen 9,6% (SNS Reaal) und 12,9% (Achmea Hypotheekbank). Zudem wurden die Kosten der Finanzinstitute durch umfangreiche Sparmaßnahmen und Filialschließungen deutlich reduziert. Ende 2012 lagen die Cost-Income-Quoten der Covered Bond Emittenten schließlich zwischen 52,4% (SNS Reaal) und 62,5% (ING). Moody's hält weitere Rentabilitätssteigerungen aufgrund von Kosteneinsparungen allerdings für begrenzt.

- ▶ **...trotzdem dürften die Banken noch schwierige Jahre vor sich haben - geringe Rückstellungen, hohe private Verschuldung und sinkende Häuserpreise bergen Risiken**

Risiken für die niederländischen Banken könnten sich in den nächsten Jahren vor allem in Zusammenhang mit einem weiteren Preisrückgang am Häusermarkt ergeben. Aufgrund der in der Vergangenheit sehr geringen Ausfälle bei wohnwirtschaftlichen Immobilienkrediten, haben niederländische Banken im Vergleich zu Instituten anderer Länder nur geringe Verlustrückstellungen für diese Assetklasse gebildet. Sollte sich der Immobilienpreisrückgang in den nächsten Jahren fortsetzen, sieht Moody's insbesondere für tilgungsfreie Darlehen („interest-only loans“), die im Durchschnitt etwa 50% aller vergebenen Wohnimmobilienkredite umfassen, ansteigende Ausfallrisiken.
- ▶ **Auch bei Gewerbeimmobilien dürfte weiterer Abschreibungsbedarf lauern**

Neben den Unwägbarkeiten bei Wohndarlehen lauern nach Meinung von S&P und Moody's auch in den gewerblichen Immobilienportfolios, die im Durchschnitt bei niederländischen Banken einen Anteil von rund 10% an den Kreditbeständen einnehmen, Risiken für die niederländischen Banken. Wie die Rating-Agenturen in ihren letzten Branchenausblickten erläutern, befindet sich etwa die Nachfrage nach Büroimmobilien derzeit auf einem historischen Tief. So sind beispielsweise rund 7 Mio. m² Bürofläche unvermietet, was ca. 15% des Gesamtmarktes für Büroimmobilien umfasse und eine der höchsten Leerstandsquoten im europäischen Vergleich darstelle. Insofern sind weitere Preisrückgänge in diesem Segment, verbunden mit in den nächsten Jahren weiter ansteigendem Abschreibungsbedarf für die heimischen Banken realistisch. Hinzu kommen laut S&P die Engagements niederländischer Banken im Gewerbeimmobilien-sektor in Ländern wie Spanien und Nordamerika aus denen ebenfalls weiterer Abschreibungsbedarf anfallen könnte.
- ▶ **Hohe Kapitalmarktabhängigkeit könnte sich in den nächsten Jahren verringern**

Niederländische Banken weisen zudem eine hohe Abhängigkeit ihrer Refinanzierung vom Kapitalmarkt auf, so werden insbesondere über Covered Bonds und RMBS die benötigten Mittel zur Hypothekenkreditvergabe generiert. Die Kundeneinlagen bei Banken betragen laut S&P im europäischen Vergleich unterdurchschnittliche 50% der ausgegebenen Kredite. Die verbleibende Refinanzierungslücke erfolgt zu großen Teilen über den Kapitalmarkt, der allerdings als hochliquide gilt, da insbesondere die heimischen großen Versicherungen und Pensionsfonds einen Großteil ihres Anlagebedarfs hierüber decken. Für die nächsten Jahre rechnet Moody's mit einer Reduzierung dieser Refinanzierungslücke. Zum einen erwartet die Agentur ansteigende Einlagenquoten aufgrund zukünftig attraktiverer Depositenkonditionen. Zum anderen wird sich das „Funding gap“ auch strukturell durch die zu Jahresbeginn geänderten Regelungen zur Abzugsfähigkeit von Hypothekenzinsen verringern, da sich somit die Attraktivität von „Interest-only“ Darlehen verringert und tilgende Darlehen an Bedeutung gewinnen werden.
- ▶ **Gefahrenpotential durch Engagement in Peripherieländer begrenzt**

Die Engagements in den Peripherieländern konnten seit Ausbruch der Krise 2008 sukzessive zurückgefahren werden. Die größten Forderungsbestände bestehen gegen Spanien und Italien, vor allem im privaten Sektor. Darüber hinaus haben die Banken umfangreich in spanische Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) und Covered Bonds investiert. Moody's schätzt die Gefahr aus diesen Positionen auf die niederländische Bankenlandschaft allerdings als begrenzt ein.

BayernLB Scorecard für Covered Bonds: Unsere Einschätzungen für die verschiedenen Ländersegmente

	DE HYPF	DE DEPF	FR OF	FR OFH	FR CRH	ES CH	ES CT	UK UKCB	NL NLCB	NO OMF	SE SO	FI FCB	IT OBG	IE ACS	AT HYPF/DEPF	AT FBS	CH StrCB	PT OH	PT OSP	AU AUCB
Fundamentale Faktoren	0	0	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	0	0	+	0	0	+
Qualität der Covered Bond Gesetzgebung	+	+	+	+	+	0	0	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+
Zulässige Deckungswerte	0	0	-	+	+	+	+	+	0	0	+	+	+	+	+	+	N/A	+	+	+
LTV-Grenzen	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	-	N/A	+	N/A	+
Gesetzl. Mindestüberdeckung	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	-	+	+	+	N/A	+	-	+
Deckungsstockseparierung / "Bankruptcy remoteness"	+	+	+	0	0	0	0	+	+	+	0	+	+	+	+	+	N/A	+	+	+
Vorgehen nach Insolvenz des Emittenten / Sponsorbank	+	+	+	+	+	0	0	+	+	+	+	+	+	+	+	+	N/A	+	+	+
Reduzierung des Liquiditätsrisikos ¹⁾	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	0	0	N/A	+	+	+
Gesetzliche Transparenzvorgaben	+	+	0	0	-	-	-	+	0	-	0	-	-	-	-	-	N/A	-	-	-
Qualität Deckungswerte / Liquiditätsrisiken	0	0	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	-	-	+
Zusammensetzung des Deckungsstockes	0	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+
Freiwillige Angaben der Emittenten	0	0	+	+	0	0	0	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Immobilien- / Hypothekenmarkt-Entwicklung	0	N/A	-	-	-	-	N/A	0	-	-	-	0	0	-	+	+	-	-	N/A	-
Kreditqualität öffentliche Schuldner	N/A	0	0	N/A	N/A	N/A	-	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-	+	+	+	N/A	N/A	-	N/A
Moody's Collateral Score bzw. Collateral Risk	0	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	0	+	+	+	+	-	+
Moody's Market Risk	+	+	+	+	+	-	-	0	0	+	+	+	-	-	0	0	+	-	-	+
Emittentenbonität / Ausblick Bankensystem	0	0	0	0	0	-	-	0	0	+	+	0	-	-	0	0	0	-	-	+
Einschätzung Rating-Agenturen / Downgrade-Risiko¹⁾	0	0	0	0	+	-	-	0	0	+	+	+	-	-	0	0	+	-	-	+
Systemische Relevanz der Covered Bonds²⁾	+	+	+	+	+	+	+	0	0	0	+	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Performance-Erwartung/Marktrisiko	-	-	+	+	+	+	+	0	0	-	-	-	+	+	0	0	-	+	+	-
Erwartete Spread-Entwicklung 6 Monate	0	0	0	0	0	+	+	0	0	0	0	0	+	+	0	0	0	+	+	0
versus Swap	-	-	+	+	+	+	+	0	0	0	0	0	+	+	0	0	0	+	+	0
versus Staatsanleihen	0	0	0	0	0	-	-	0	0	N/A	N/A	0	-	-	0	0	N/A	-	-	N/A
Relative Value / Spread-Vorteil	-	-	+	+	+	+	+	0	0	-	-	-	+	+	0	0	-	+	+	-
versus Senior Unsecured	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0	0	-
versus Swap	-	-	+	+	+	+	+	0	0	-	-	-	+	+	0	0	-	+	+	-
versus Government Bond	+	+	+	+	+	-	-	0	0	N/A	N/A	+	-	-	0	0	N/A	-	-	N/A
versus Pfandbriefe	N/A	N/A	+	+	+	+	+	+	+	0	0	0	+	+	+	+	-	+	+	0
Volatilität	+	+	0	0	0	-	-	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	-	-	+
Liquidität/Markttiefe³⁾	+	+	+	+	+	+	+	0	-	0	0	0	+	+	0	0	-	+	+	-
Gewichtung	Untergew.	Untergew.	Übergew.	Übergew.	Übergew.	Übergew.	Übergew.	Neutral	Neutral	Untergew.	Untergew.	Untergew.	Übergew.	Übergew.	Neutral	Neutral	Untergew.	Übergew.	Übergew.	Untergew.

¹⁾ Rating Risiko durch Verschlechterung der Bonität der Staaten, der Emittenten oder Rating-Methodik-Änderungen (gemessen u.a. mit dem Moody's TPI Leeway)

²⁾ Unterstützungswahrscheinlich durch andere Banken oder den Staat (Alter / Tiefe / Bedeutung als Refinanzierungsinstrument)

³⁾ u.a. starke heimische Investorenbasis, Größe des Marktes

⁴⁾ enthält auch vertragliche Vorgaben wie Vorfalligkeitstests bei "Hard Bullet" Covered Bonds und Soft-Bullet Fälligkeiten

Quelle: BayernLB Research

Das niederländische Covered Bond Gesetz im Vergleich

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande	Spanien	UK
Gesetzliche Grundlage	ja	ja	ja	ja	ja	ja
	Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts (PfandBG)	Code Monétaire et Financière (Livre V, Titre Ier, Chapitre V, Section 5)	Law 130 of 30 April 1999 (Italian securitisation law); amended by Law 80 of 14 May 2005 converting LD 35/2005	Besluit inzake gedekte obligaties	1) Ley de Regulación del Mercado Hipotecario 2) Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financ.	The Regulated Covered Bonds Regulations 2008 / Amendment Regulations 2011
Inkrafttreten	19.07.2005	22.10.2010	Mai 2005 / Mai 2007	01.07.2008	05.05.1981/ 07.12.2007	06.03.2008 / 01.10.2013
Struktur der Emittenten						
Spezialbankprinzip	aufgehoben	ja	nein	nein	nein	nein
Emittenten	Alle KI mit Speziallizenz	Spezialbanken (Sociétés de Financement de l'Habitat, SFH)	Alle KI	Alle KI mit Speziallizenz	Alle KI	Alle KI mit Speziallizenz
Name d. Covered Bonds	1) Hypothekendarlehen 2) Öffentlicher Pfandbrief 3) Schiffspfandbrief 4) Flugzeugpfandbrief	Obligation de financement de l'habitat (OFH)	Obbligazioni Bancarie Garantite (OBG)	Geregistreeerde Gedekte Obligatie (GGO) (Registered Covered Bonds)	1) Cédulas Hipotecarias (CH) 2) Cédulas Territoriales (CT) 3) Cédulas de Internacionalización (CI)	UK Regulated Covered Bond
Schutz der Bezeichnung	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Typen von Covered Bonds	Hypotheke ~ Öffentliche ~ Schiffs ~ Flugzeug ~	Hypotheke u. ähnliche ~	gemischte ~	gemischte ~	Hypotheke ~ Öffentliche ~ Internacionalización ~	"Mixed Asset Type" Programme: gemischte ~ "Single Asset Type" Programme: Hypothekendarlehen ~ ³⁵ "Single Asset Type" Programme: Öffentliche
Zulässige Deckungswerte						
⇒ nach Art / LTV						
Private Hypothekendarlehen	60% Beleihungswert	80% Marktwert, 100% wenn von FGAS ²⁵ garantiert	80% Marktwert	80% Marktwert oder 125% des ursprünglichen Zwangsvollstreckungswerts ²³	80% Beleihungswert	80% Marktwert ¹⁰
Gewerbl. Hypothekendarlehen	60% Beleihungswert	-	60% Marktwert	✓ ²³	60% Beleihungswert	60% Marktwert
Landwirt. Hypothekendarlehen	-	-	-	-	-	-
RMBS / CMBS	-	✓ ⁵	✓ ⁹	✓ ²³	-	-
sonstige	Forderungen an KI	v. Banken/ Vers. garant. Darlehen	Forderungen an KI	✓ ²³	von öff. Institutionen oder Förderbanken garantierte Exportkredite (CI)	-
Staats-/Kommunalkredite	✓	-	✓	✓ ²³	✓	✓
Schiffshypotheke	60% Beleihungswert	-	-	-	-	-
Flugzeughypotheke	60% Beleihungswert	-	-	-	-	-
⇒ nach Region						
"Hypotheke" CB	EWR, CH, CAD, JP, USA ⁴	EWR, CH, CAD, JP, USA	EWR, CH	EU, CH, USA, CAD, JP, ROK, HK, SGP, AUS, NZ	EWR	EWR, CH, USA, CAD, JP, AUS, NZ, Kanalinseln, Isle of Man
"Öffentliche" CB	EWR, CH, CAD, JP, USA ⁴	-	EWR, CH ²¹	-	EWR	EWR, CH, USA, CAD, JP, AUS, NZ, Kanalinseln, Isle of Man
"Schiff" CB	weltweit ⁴	-	-	-	-	✓
"Flugzeug" CB	weltweit ⁴	-	-	-	-	-
Derivate als ordentliche Deckung	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Rangfolge Derivate-Kontrahenten zu CB-Gläubigern	pari passu	pari passu	pari passu	-	pari passu	pari passu
Ersatzdeckung	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Ersatzdeckungsgrenze	10%	15%	15%	unbestimmt ²⁴	5%	10%
Mindestüberdeckung gesetzl. vorgeschrieben	ja, mind. 2% barwertig	ja, mind. 2% nominal	nein	ja, indirekt 18% bzw. 43%	ja, indirekt 25% (CH) bzw. 43% (CT)	ja, mind. 8% nominal

Quelle: BayernLB Research

	Deutschland	Frankreich	Italien	Niederlande	Spanien	UK
Grenze für ausstehende Covered Bonds	nein	nein	ja ²²	nein	nein	nein
Separierung von Aktiva / "Bankruptcy remoteness"						
Gesetzliches Vorrecht der Covered Bond Gläubiger auf Cover Pool	ja	ja	ja	nein ¹³	ja und auf das gesamte Hypothekenbuch des Emittenten	ja
Rangfolge bei Rückgriff auf sonstige Insolvenzmasse	pari passu mit senior unsecured Gläubigern	indirekt vorrangiger Anspruch gegenüber senior unsecured Gläubigern des Kreditinstituts ²⁰	pari passu mit senior unsecured	pari passu mit senior unsecured	pari passu mit senior unsecured	pari passu mit senior unsecured
Deckungsregister	ja	nein	nein	nein	ja	ja
Zeitpunkt der Separierung des Cover Pool	Im Insolvenzfall des Emittenten	Im Insolvenzfall des Kreditinstituts	Vor Emission	Vor Emission	Im Insolvenzfall des Emittenten	Vor Emission
Eigentümer des Cover Pool	Emittent	Kreditinstitut, das die Deckungswerte an den Emittent verpfändet (Eigentumstransfer dann erst nach Trigger-Event)	SPV, das die OBGs garantiert; in Bilanz des Emittenten konsolidiert	SPV ("Covered Bond Company"), das die Covered Bonds garantiert; in Bilanz des Emittenten konsolid. ¹³	Emittent	SPV, das die CBs garantiert; in Bilanz des Emittenten konsolid.
Vorgehen nach Insolvenzanmeldung	Cover Pool Verwalter; Transfer möglich	Cover Pool Verwalter; Transfer möglich	SPV übernimmt Zahlungen an Covered Bond Gläubiger	Cover Pool Verwalter; Transfer möglich	Insolvenzverwalter (=Cover Pool Verwalter) verpflichtet zur zeitgerechten Bedienung der Gläubiger	SPV übernimmt Zahlungen an Covered Bond Gläubiger
Fälligkeitsstruktur¹						
Hard Bullet	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Soft Bullet	-	ja	ja	ja	-	ja
Reduzierung von Liquiditätsrisiken	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Treuhänder	ja	ja	ja	ja	nein	ja
Bes. öffentliche Aufsicht	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Art. 52 IV OGAW erfüllt	ja	ja	nein	ja	ja	ja
CRD erfüllt²	ja	nein	nein	abhängig v. Emissionsprogramm	ja	abhängig von den einzelnen Programmen, alle bestehenden ja.
Gewichtung nach Solvabilitätsgrundsatz³	10%	20%	10%	10% oder 20%; abhängig v. Emissionsprogramm	10%	abhängig von den einzelnen Programmen, bei allen bestehenden registrierten Programmen 10%.
EZB-Fähigkeit	ja	ja	ja	ja	ja	ja (wenn in Euro begeben)

Quelle: BayernLB Research

(✓) Zulassung aktuell in der Diskussion

✓ zugelassen

1) Fälligkeitsstruktur

Üblicherweise werden der Jumbokategorie endfällige, festverzinsliche Covered Bonds mit einem Mindestvolumen von 1 Mrd. Euro zugerechnet. Aktuell finden sich im Markt der Jumbo-Emissionen zwei Arten von Fälligkeitsstrukturen.

Hard Bullets:

Diese werden zum ausgewiesenen Laufzeitende zurückgezahlt, auch wenn der Emittent zu einem früheren Zeitpunkt Insolvenz angemeldet hat. Zins- und Tilgungsleistungen werden aus den Deckungsaktiva des Cover Pool bedient. Kommt es hierbei zu Zahlungsverzöger

Soft Bullets:

Bei diesen kann die Rückzahlung die Endfälligkeit der Anleihe im Insolvenzfall des Emittenten um eine vorgegebene Zeitspanne verlängert werden, wenn der Cover Pool zum ursprünglich geplanten Laufzeitende eines Covered Bond nicht über ausreichend Liquidität

2) CRD - EU-Richtlinie 2006/48/EC zur Definition von Covered Bonds

3) Gewichtung nach Solvabilitätsgrundsatz gem. Standardansatz Basel II

4) Wohnwirtschaft.- und gewerbliche Hypotheken: max. 10% für Länder ausserhalb der EU, in denen die bevorrechtigte Befriedigung der CB-Gläubiger nicht gesichert ist; Schiffs- und Flugzeughypotheken: max. 20% für Länder ausserhalb der EU, in denen die bevo

5) Senior-Tranchen, die mind. ein Investment-Grade Rating einer von der Banque de France zugelassenen Ratingagentur aufweisen. Diese Wertpapiere sind nur bis zu einer Grenze von 10% der ausstehenden OF bzw. OFH zugelassen. Bis 31.12.2013 gilt diese Grenze

9) Verbriefungen müssen zu 95% durch Assets gedeckt sein, die die gleichen Qualitätskriterien erfüllen, wie die regulären Deckungswerte und ein Risikogewicht von max. 20% haben.

10) Bei allen regulierten Covered Bonds wurde ein vertraglich strikteres Limit von 75% festgeschrieben, bei Bank of Scotland sogar 60%.

Gewerbliche und Schiffshypotheken sind nach den bestehenden registrierten Covered Bond Programmen nicht zulässig.

Alle regulierten Covered Bond Programme nutzen zum Zeitpunkt der Kreditvergabe den Marktwert, der einer partiellen Indexierung unterliegt. Wenn die Preise steigen, wird die Wertsteigerung der Immobilie zu 85% berücksichtigt. Gehen die Preise zurück, wird der Rückgang zu 100%

13) Gesetzliches Insolvenzvorrecht der Gläubiger bzw. separate Deckungsmassen:

Covered Bond Gläubiger haben einen unbesicherten Anspruch gegenüber dem Emittenten. Dieser Anspruch wird durch das SPV garantiert. Diese Garantie des SPV wird wiederum durch den Deckungsstock abgesichert, der zu Gunsten der Covered Bond Gläubiger an einen Treuhänder verpfändet wird. Durch den Transfer der deckungsfähigen Aktiva auf ein Spezialvehikel sind die Deckungsmassen getrennt, werden aber weiterhin in der Bilanz des Emittenten ausgewiesen, da dieser weiterhin das Kreditrisiko der Assets trägt.

21) Forderungen an öffentliche Schuldner (oder von diesen garantierte Darlehen) aus dem EWR mit einem Risikogewicht von mind. 20%, ausserhalb des EWR mit einem Risikogewicht von 0% und sonstige Emittenten ausserhalb des EWR mit mind. 20% Risikogewicht dür

23) Keine Beschränkungen zu Cover Assets; für CRD-Kompatibilität allerdings nur bestimmte Assetklassen zulässig. Keine Vorgaben zu Beleihungsgrenze; für CRD-Kompatibilität allerdings nur 80% bei Wohnimmobilien und 60% bei Gewerbeimmobilien zulässig

24) Keine explizite Angabe zur

Ersatzdeckungsgrenze, für CRD-Kompatibilität

25) FGAS, „Fonds de Garantie à l'Accession Sociale à la Propriété“: staatliche Sicherungseinrichtung für den sozialen Wohnungsbau in Frankreich

35) UK Emittenten haben die Wahl zwischen einem "Single Asset Type" oder einem "Mixed Asset Type" Covered Bond Programm. Während der Deckungsstock eines "Mixed Asset Type" Covered Bond Programms verschiedene Asset-Typen beinhalten darf, ist der Deckungsstock eines „Single Asset Type“ Programms nur auf eine Vermögensart und liquide Assets begrenzt.

Emittenten und Covered Bond Programme im Überblick

Finanzkennzahlen

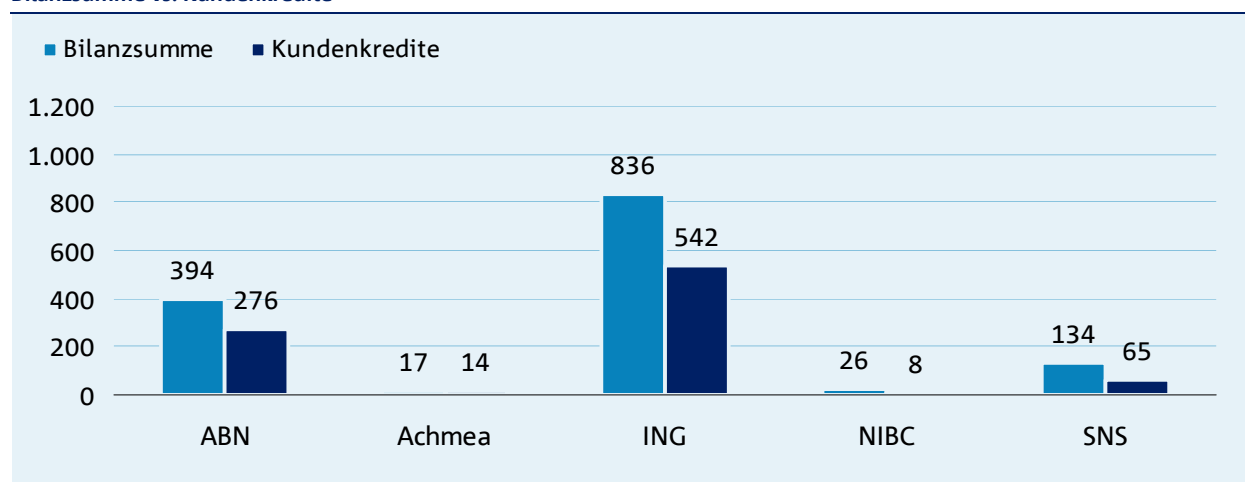
in Mrd. EUR	ABN Amro Groep N.V.	Achmea Hypotheekbank N.V.	ING Bank N.V.	NIBC Bank N.V.	SNS Reaal N.V.
	31.12.2012	30.06.2012	30.12.2012	31.12.2012	30.06.2012
Bilanz					
Bilanzsumme	394,40	17,02	836,07	26,24	134,16
Eigenkapital	14,04	0,51	37,51	1,83	4,79
Kundeneinlagen	216,02	0,00	460,36	8,35	44,30
Kundenkredite	276,28	13,56	541,55	8,32	65,35
GuV					
Operatives Ergebnis*	7,34	0,06	14,24	0,29	3,66
Ergebnis vor Steuern	1,60	0,04	3,22	0,08	0,17
Nettoergebnis	1,29	0,03	2,97	0,07	0,11
Regulatorisches Eigenkapital					
Kernkapitalquote	12,9%	N.A.	14,3%	N.A.	12,2%
Harte Kernkapitalquote	12,1%	12,9%	11,9%	15,3%	9,6%
Gesamtkapitalquote*	18,4%	13,8%	16,9%	N.A.	14,0%
Kennzahlen					
Cost/Income-Ratio	61,0%	N.A.	62,5%	54,0%	52,4%
Kredit-Einlagen-Quote	127,9%	-	117,6%	99,7%	147,5%

*unterschiedliche Emittentenangaben: ABN, Achmea, NIBC (Operating Income), ING (Underlying Income), SNS (Total Income);
Ergebnis jeweils vor Kreditabschreibungen und Verwaltungsausgaben

**BIS ratio bei Achmea, ING, SNS

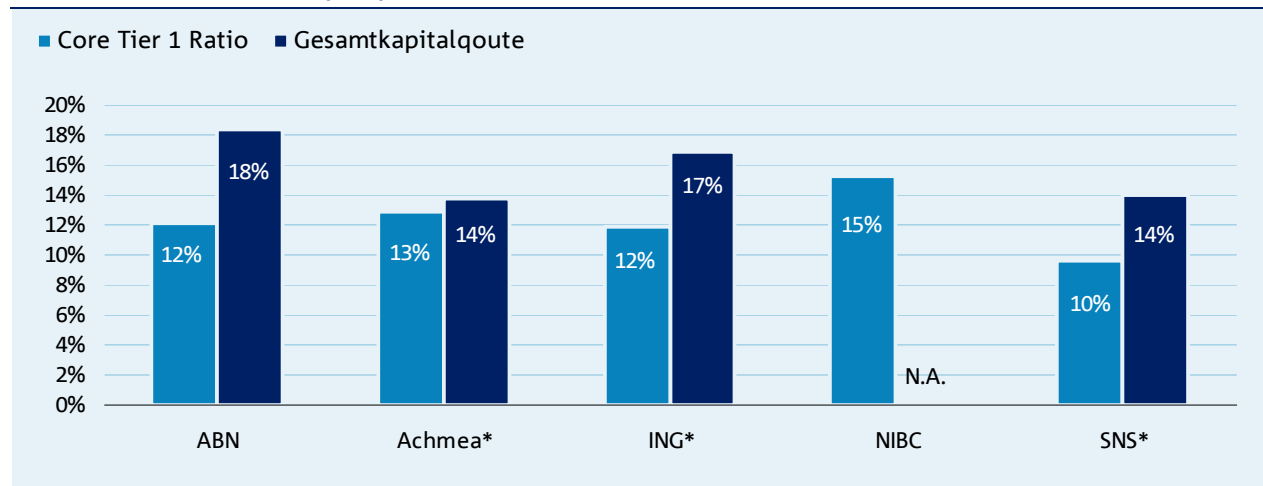
Quelle: BayernLB Research, Emittenten

Bilanzsumme vs. Kundenkredite



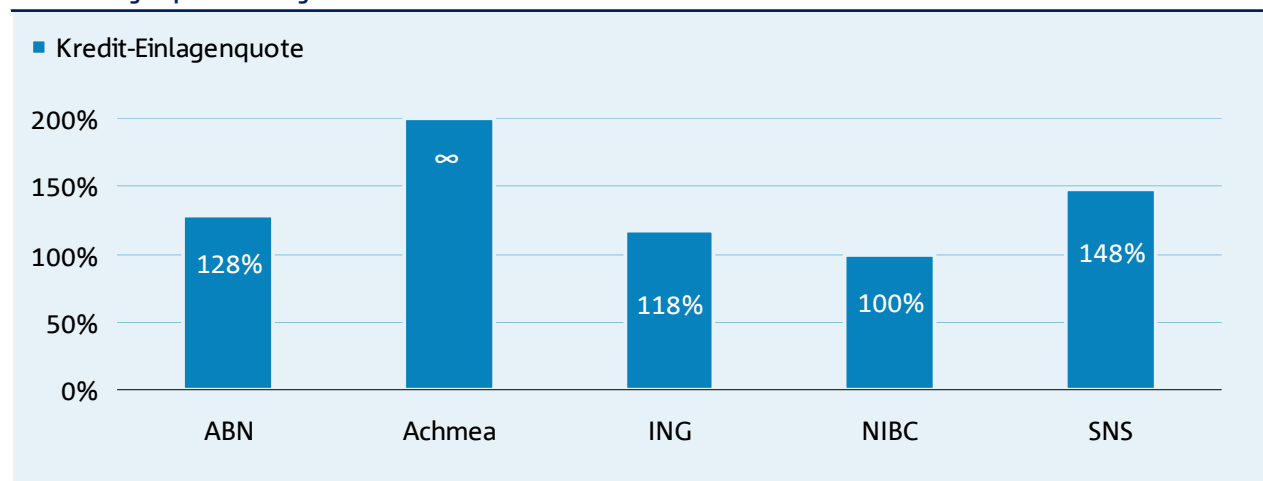
Quelle: BayernLB Research, Emittenten

Coore Tier 1 Ratio vs. Gesamtkapitalquote



* BIS ratio bei Achmea, ING, NIBC, SNS
 Quelle: BayernLB Research, Emittenten

Kredit-Einlagenquote im Vergleich



Quelle: BayernLB Research, Emittenten

Deckungsstockübersicht und Covered Bond Programm Details

	ABN Amro Bank N.V.	Achmea Hypotheekbank N.V.	ING Bank N.V.	NIBC Bank N.V.	SNS Bank N.V.
in EUR	30.09.2012	30.09.2012	30.09.2012	30.09.2012	30.09.2012
Größe des Deckungsstocks in Mrd.	37,76	2,53	40,63	0,69	6,33
Ausstehende Covered Bonds in Mrd.	23,98	1,66	27,35	0,50	4,36
Ø Darlehensgröße	184.397	138.645	93.289	175.019	169.380
Anzahl der Darlehen	177.685	18.235	435.475	2.944	68.100
Nutzungsart					
Buy to let	0%	0%	0%	0%	0%
Eigenheim	100%	100%	100%	100%	100%
Anteil der Darlehen mit begrenzter Einkommensverifikation	0%	0%	0%	0%	0%
Ø Seasoning in Monaten	73	113	89	80	69
Ø Darlehensrestlaufzeit in Monaten	264	234	266	277	281
Ø LTV	87,2%	91,6%	72,4%	84,0%	87,2%
Ø indexierter LTV	93,0%	N.A.	76,8%	87,3%	91,0%
Anteil rückständiger Darlehen (> 60 Tage) bzw. ausgefallen	0,3%	0,8%	0,5%	0,8%	1,8%
Überdeckung zum Stichtag	36,6%	52,6%	48,5%	37,6%	45,1%
Darlehensart					
Endfällig	100,0%	99,1%	98,7%	86,4%	87,9%
Andere	0,0%	0,9%	1,3%	13,6%	12,1%
Art der Verzinsung					
Variabel	9,0%	15,8%	12,7%	17,6%	18,8%
Fest	91,0%	84,2%	87,3%	82,4%	81,2%
Covered Bond Rückzahlungsart	Hard Bullet	Soft Bullet	Hard Bullet	Soft Bullet	Soft Bullet

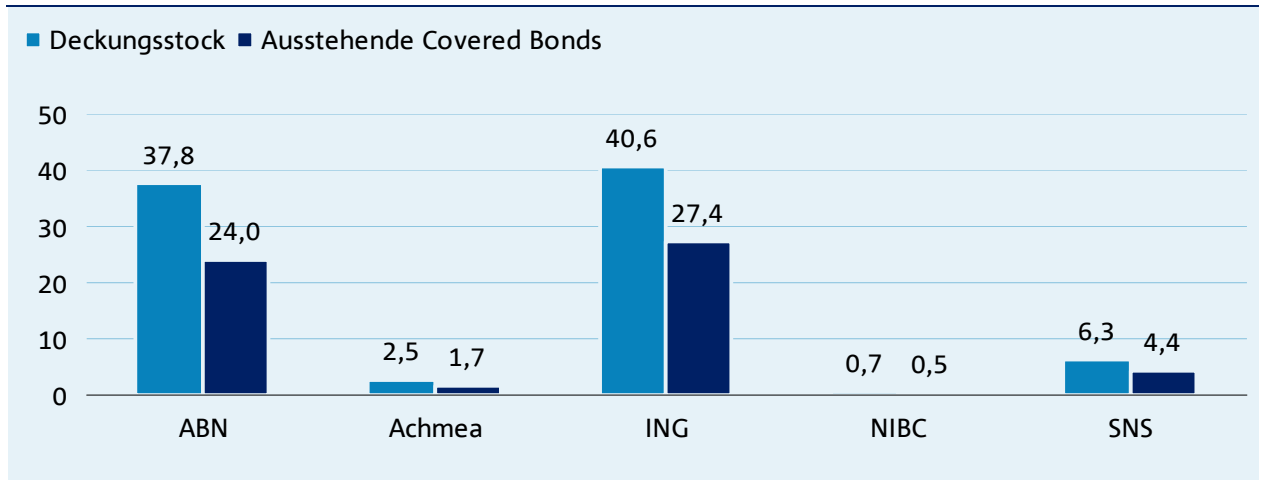
Quelle: BayernLB Research, Emittenten, Moody's, Fitch Ratings, S&P

Wichtige Indikatoren der Ratingagenturen

	ABN Amro Bank N.V. 30.09.2012	Achmea Hypotheekbank N.V. 30.09.2012	ING Bank N.V. 30.09.2012	NIBC Bank N.V. 30.09.2012	SNS Bank N.V. 30.09.2012
Rating Emittent / Sponsorbank (Moody's / Fitch / S&P)	A2 / A+ Negative / A+ Negative	N.R. / A- / A Negative	A2 Negative / A+ Negative / A+	Baa3 / BBB Negative / BBB- Negative	Baa3 / BBB+ / BBB
Rating Covered Bonds (Moody's / Fitch / S&P)	Aaa / AAA / AAA	Aa2 / AAA / N.R.	Aaa / AAA / AAA	A1 / AA- Negative / N.R.	Aa2 / AA+ / N.R.
Deckungsstockqualität					
Moody's Collateral Score	5,3%	5,9%	5,0%	7,4%	5,7%
Moody's Collateral Risk	3,6%	3,9%	3,4%	5,0%	3,8%
Moody's Market Risk	11,4%	16,6%	10,8%	15,2%	16,5%
Verbindung zwischen Rating des Emittent und der Covered Bonds					
Moody's Timely Payment Indicator	Probable	N.A.	Probable	Probable	Probable
Moody's TPI Leeway (Rating- Puffer) in Notches	1	N.A.	1	0	0
Fitch's D-Cap (Ratingpuffer) in Notches	4	4	4	3	4
S&P Unused Uplift (Rating- Puffer) in Notches	2	N.A.	2	N.A.	N.A.
S&P ALMM Risiko / Programmkategorie	Low / 2	N.A.	Low / 2	N.A.	N.A.

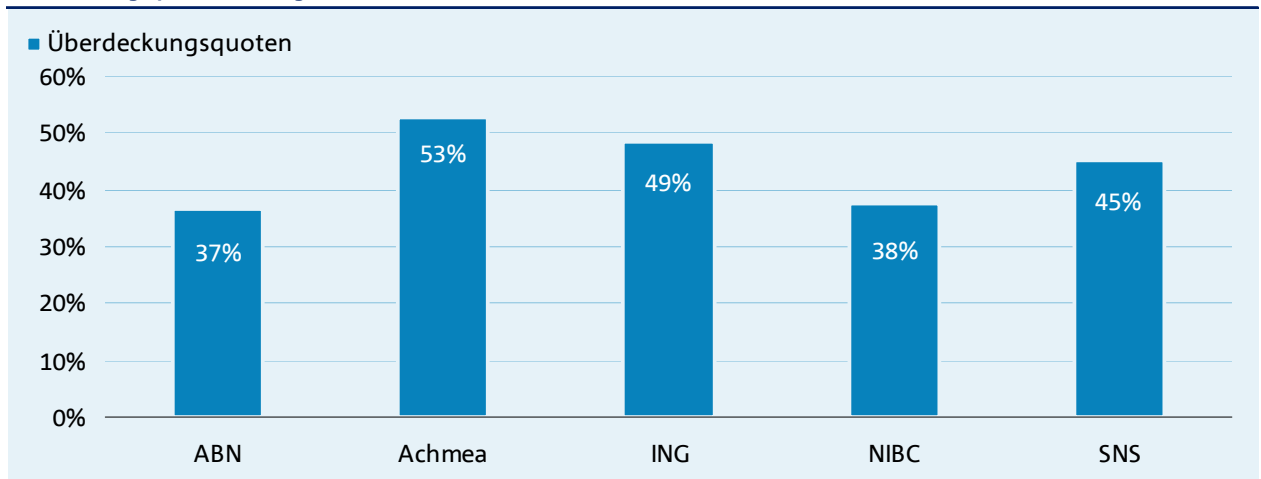
Quelle: BayernLB Research, Emittenten, Moody's, Fitch Ratings, S&P

Deckungsstock vs. Ausstehende Covered Bonds (in Mrd. EUR)



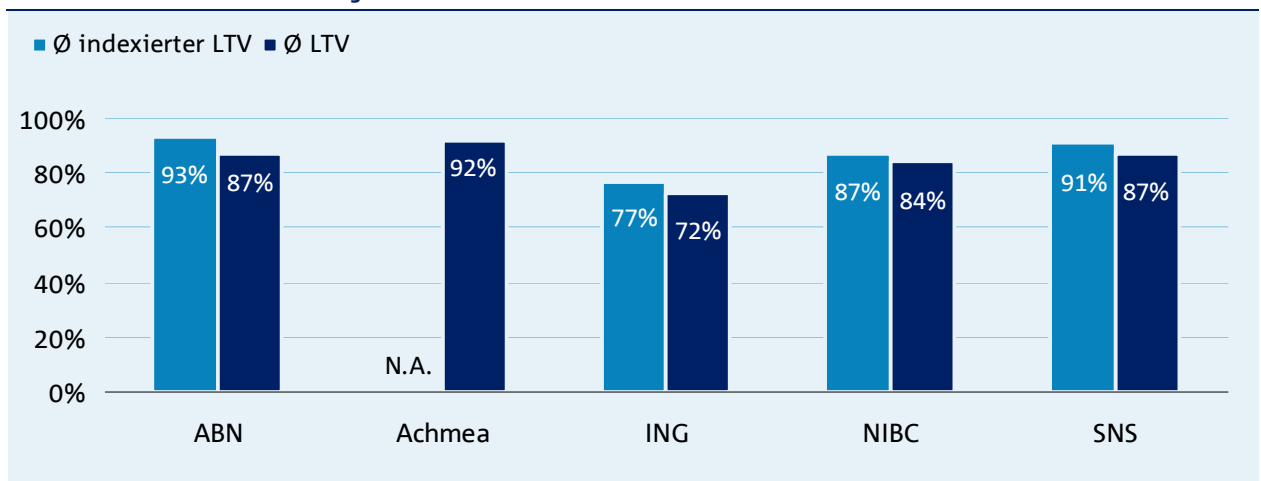
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Überdeckungsquoten im Vergleich



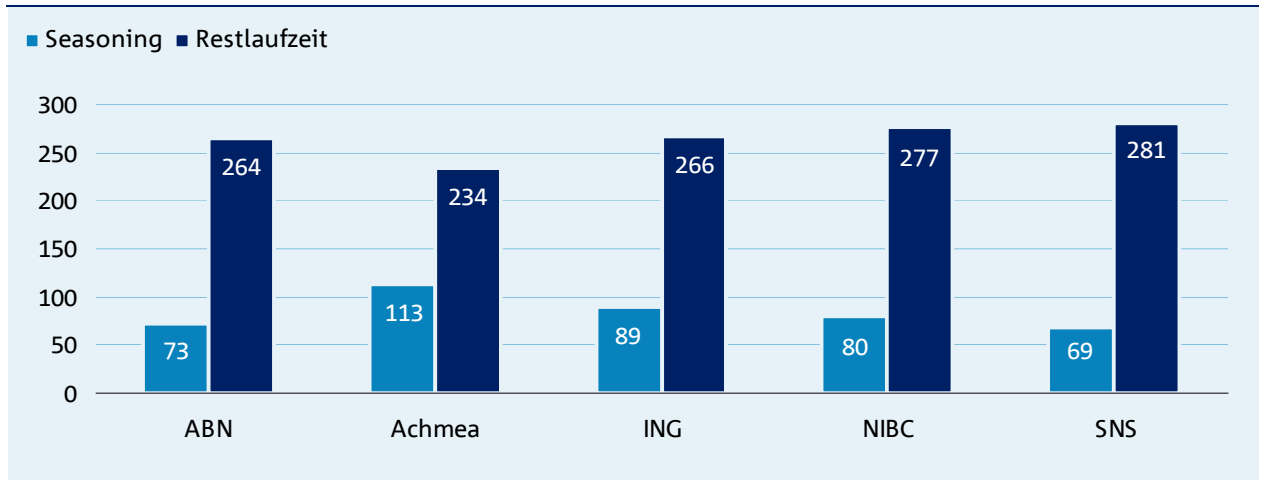
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Ø indexierter LTV vs. Ø LTV im Vergleich



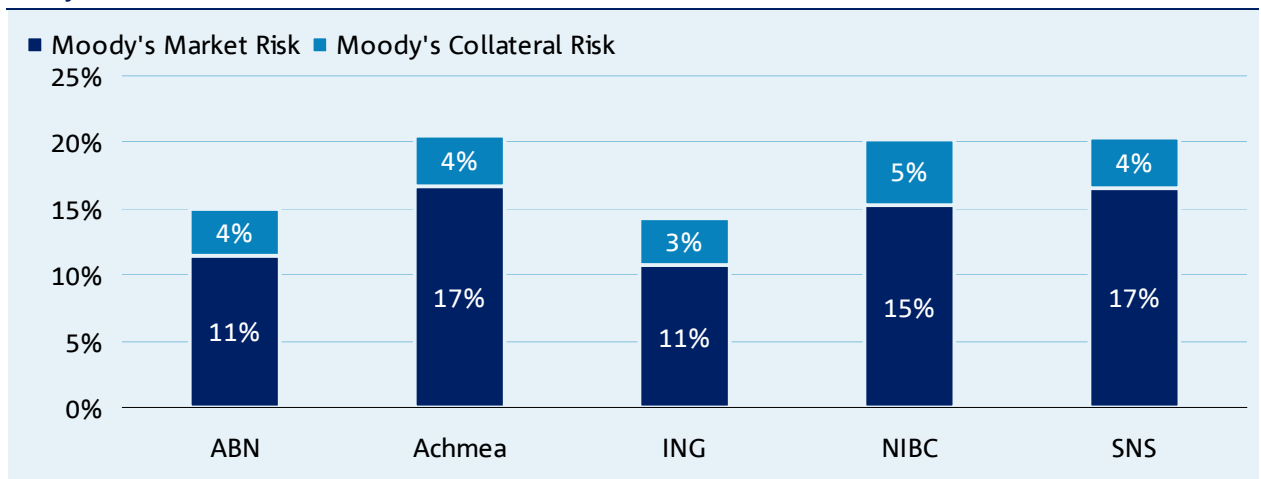
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Seasoning vs. Restlaufzeit in Monaten



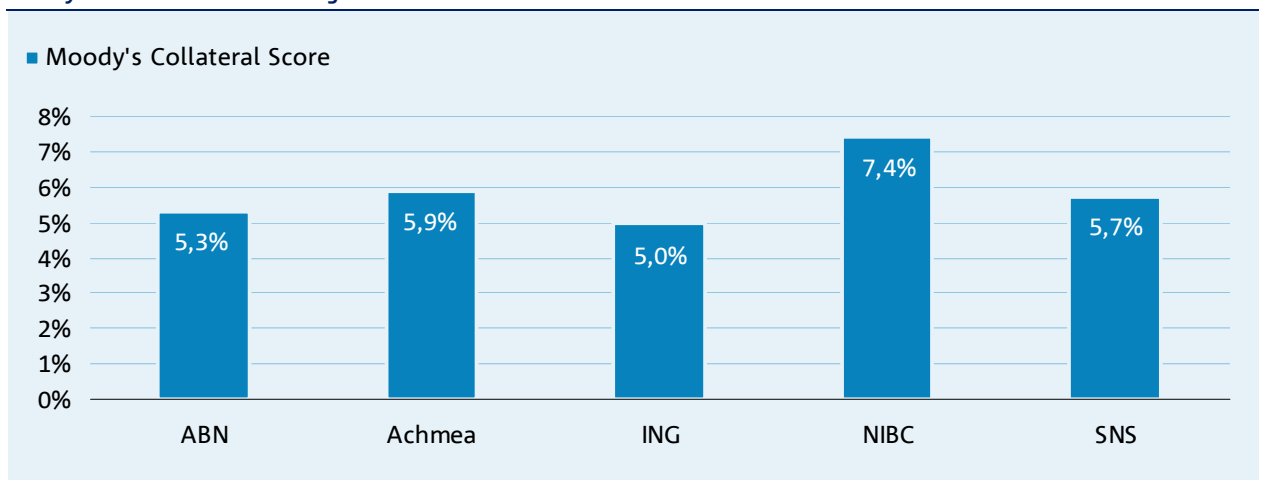
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Moody's Market Risk und Collateral Risk



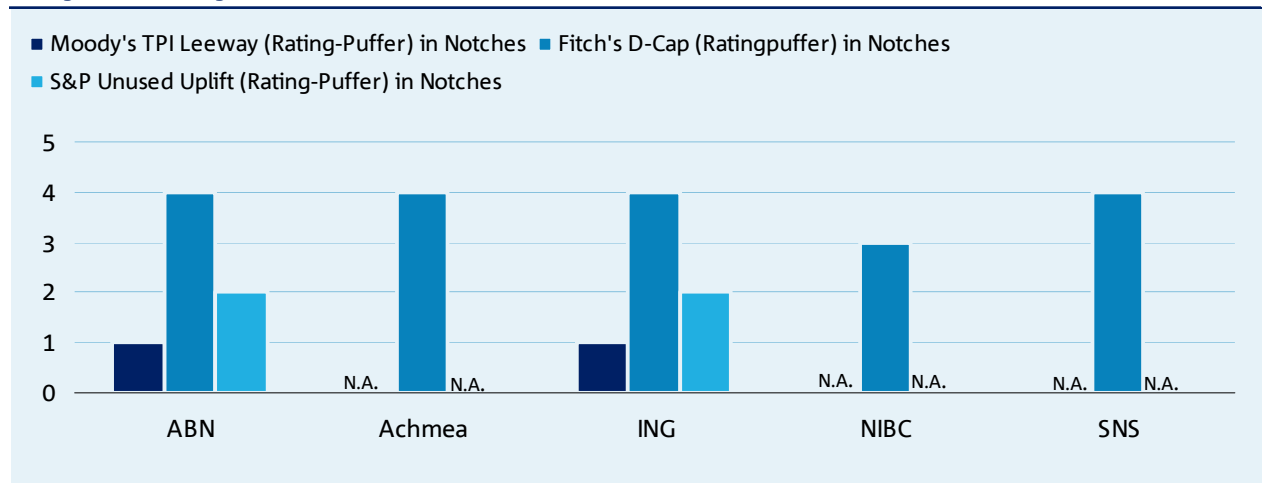
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Moody's Collateral Score im Vergleich



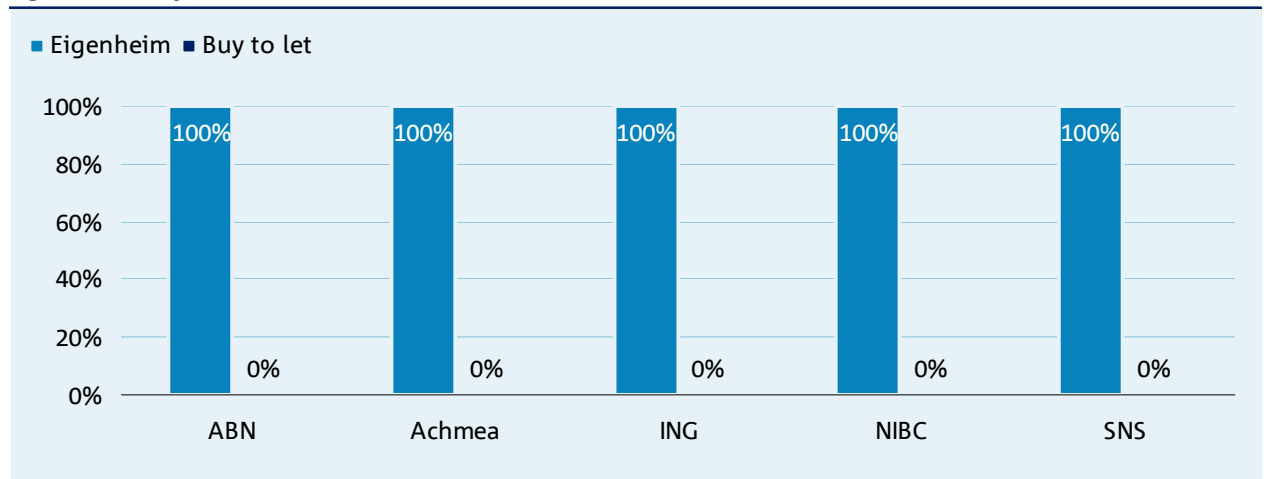
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Rating-Puffer im Vergleich



Quelle: BayernLB Research, Moody's, Fitch Ratings, S&P

Eigenheim vs Buy to let



Quelle: BayernLB Research, Moody's

ABN Amro Bank N.V.

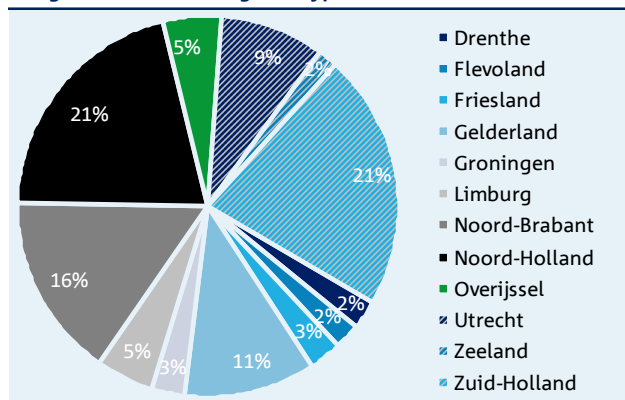
Link zu Cover Pool Informationen:

<http://www.abnamro.com/en/investor-relations/debt-investors/covered-bonds/index.html>

Angaben in Mrd. EUR			
Finanzkennzahlen:		Ratinginformationen:	
Bilanzsumme	394,40	Rating Emittent / Sponsorbank (Moody's / Fitch / S&P)	A2 / A+ Negative / A+ Negative
Kundenkredite	276,28	Rating Covered Bonds (Moody's / Fitch / S&P)	Aaa / AAA / AAA
Harte Kernkapitalquote	12,10%	Moody's Timely Payment Indicator	Probable
Kredit-Einlagen-Quote	127,90%	Moody's Market Risk	11,40%
Deckungsstock:		Moody's Collateral Score	5,30%
Größe des Deckungsstocks	37,764	Moody's TPI Leeway in Notches	1
Ausstehende Covered Bonds	23,98	Fitch's D-Cap in Notches	4
Überdeckung	36,60%	S&P Unused Uplift in Notches	2

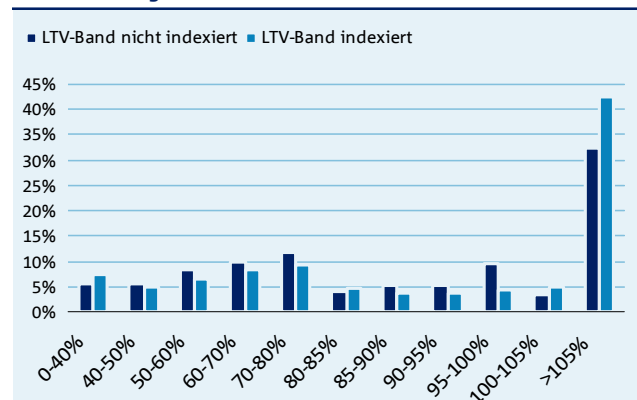
Quelle: BayernLB Research, Emittent, Moody's, Fitch, S&P

Geografische Verteilung der Hypothekendarlehen



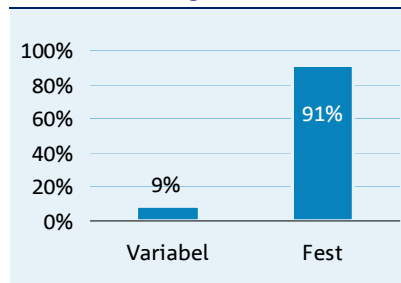
Quelle: BayernLB Research, Moody's

LTV Verteilung indexiert und nicht indexiert



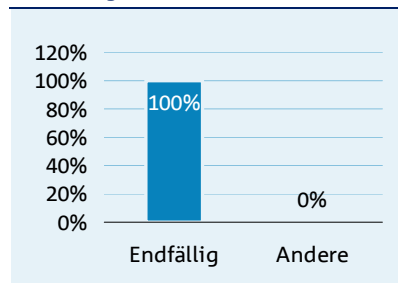
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Art der Verzinsung



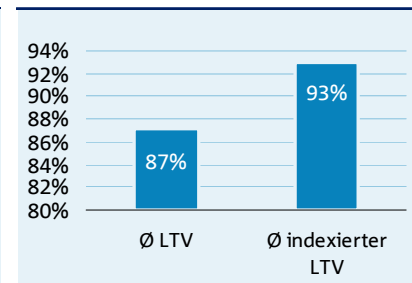
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Verteilung der Darlehensart



Quelle: BayernLB Research, Moody's

Durchschnittlicher LTV



Quelle: BayernLB Research, Moody's

Achmea Hypotheekbank N.V.

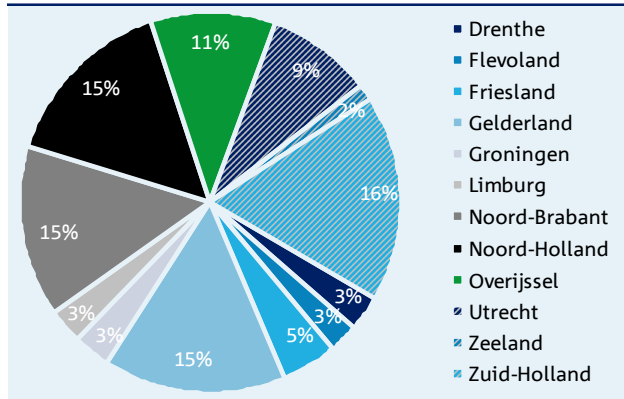
Link zu Cover Pool Inormationen:

<http://www.achmeahypotheekbank.com/funding-programme/covered-bond/covered-bond>

Angaben in Mrd. EUR			
Finanzkennzahlen:			
Bilanzsumme	17,02	Ratinginformationen:	
Kundenkredite	13,56	Rating Emittent / Sponsorbank (Moody's / Fitch / S&P)	N.R. / A- / A Negative
Harte Kernkapitalquote	12,90%	Rating Covered Bonds (Moody's / Fitch / S&P)	Aa2 / AAA / N.R.
Kredit-Einlagen-Quote	N.A.	Moody's Timely Payment Indicator	N.A.
Deckungsstock:		Moody's Market Risk	16,60%
Größe des Deckungsstocks	2,528	Moody's Collateral Score	5,90%
Ausstehende Covered Bonds	1,657	Moody's TPI Leeway in Notches	N.A.
Überdeckung	52,60%	Fitch's D-Cap in Notches	4
		S&P Unused Uplift in Notches	N.A.

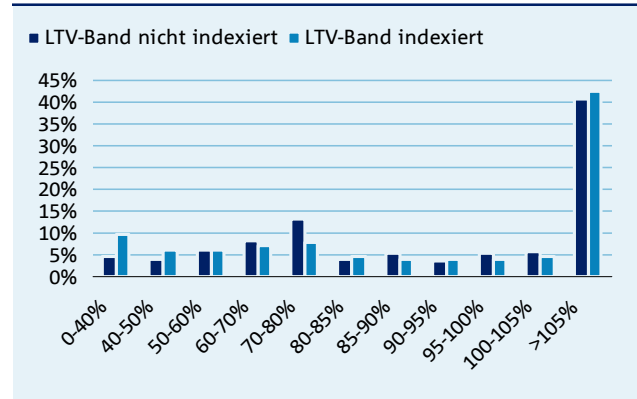
Quelle: BayernLB Research, Emittent, Moody's, Fitch, S&P

Geografische Verteilung der Hypothekendarlehen



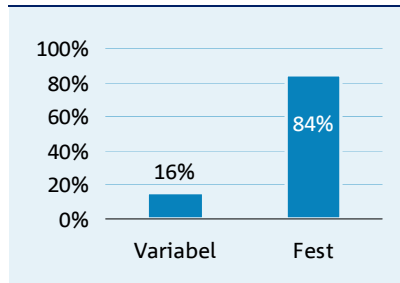
Quelle: BayernLB Research, Moody's

LTV Verteilung indexiert und nicht indexiert



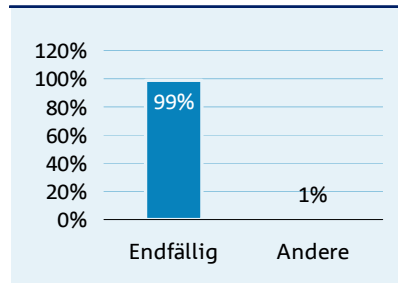
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Art der Verzinsung



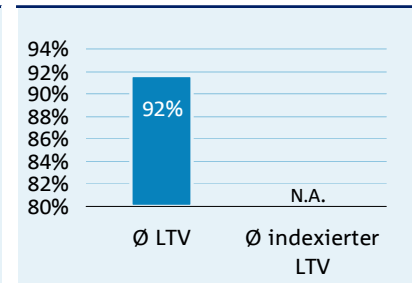
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Verteilung der Darlehensart



Quelle: BayernLB Research, Moody's

Durchschnittlicher LTV



Quelle: BayernLB Research, Moody's

ING Bank N.V.

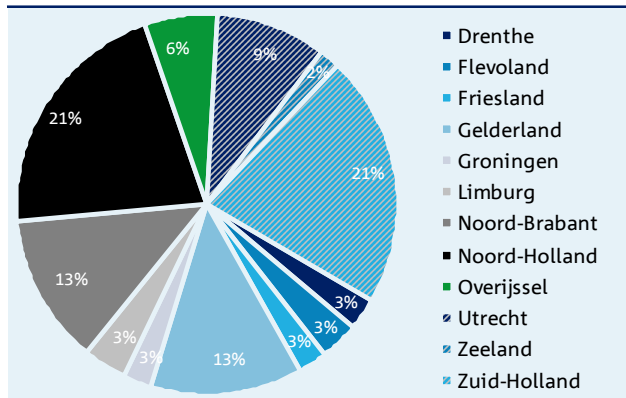
Link zu Cover Pool Informationen:

<http://www.ing.com/Our-Company/Investor-relations/Fixed-income-information.htm>

Angaben in Mrd. EUR			
Finanzkennzahlen:			
Bilanzsumme	836,07	Ratinginformationen:	
Kundenkredite	541,55	Rating Emittent / Sponsorbank (Moody's / Fitch / S&P)	A2 Negative / A+ Negative / A+
Harte Kernkapitalquote	11,90%	Rating Covered Bonds (Moody's / Fitch / S&P)	Aaa / AAA / AAA
Kredit-Einlagen-Quote	117,64%	Moody's Timely Payment Indicator	Probable
Deckungsstock:		Moody's Market Risk	10,80%
Größe des Deckungsstocks	40,625	Moody's Collateral Score	5,00%
Ausstehende Covered Bonds	27,35	Moody's TPI Leeway in Notches	1
Überdeckung	48,50%	Fitch's D-Cap in Notches	4
		S&P Unused Uplift in Notches	2

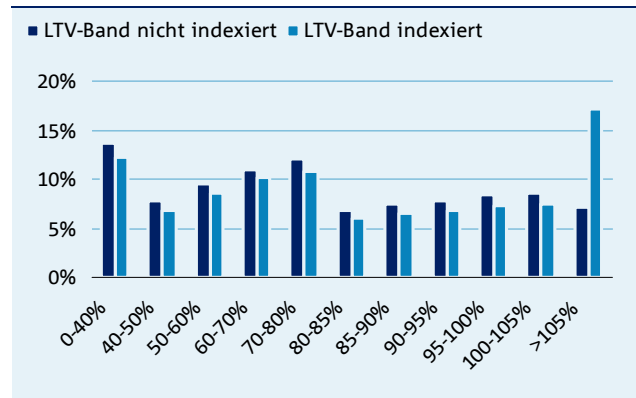
Quelle: BayernLB Research, Emittent, Moody's, Fitch, S&P

Geografische Verteilung der Hypothekendarlehen



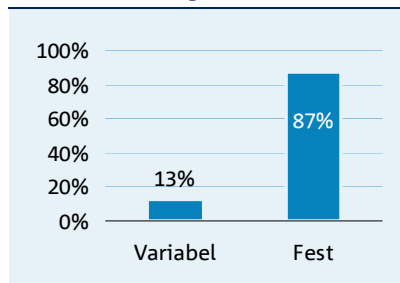
Quelle: BayernLB Research, Moody's

LTV Verteilung indexiert und nicht indexiert



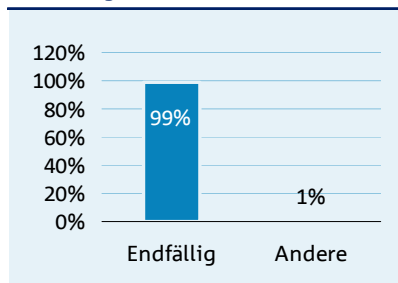
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Art der Verzinsung



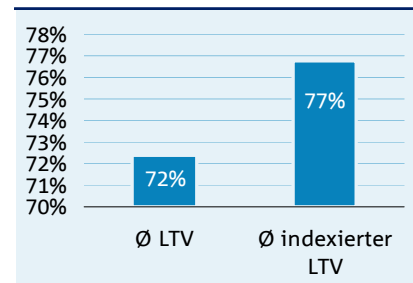
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Verteilung der Darlehensart



Quelle: BayernLB Research, Moody's

Durchschnittlicher LTV



Quelle: BayernLB Research, Moody's

NIBC Bank N.V.

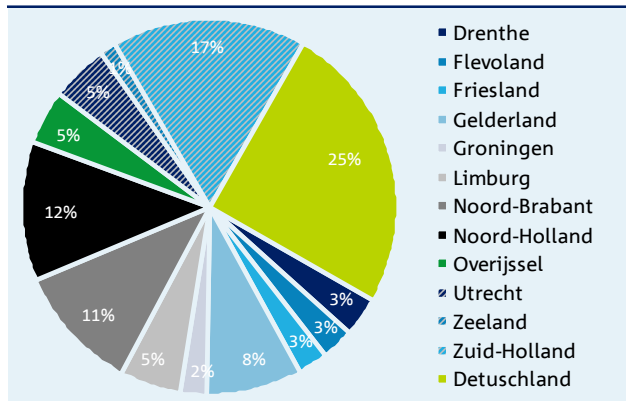
Link zu Cover Pool Inormationen:

<http://www.nibc.com/en/about-nibc/debt-investors/funding.html>

Angaben in Mrd. EUR			
Finanzkennzahlen:			
Bilanzsumme	26,24	Ratinginformationen:	
Kundenkredite	8,32	Rating Emittent / Sponsorbank (Moody's / Fitch / S&P)	BBB Negative / BBB- Negative
Harte Kernkapitalquote	15,30%	Rating Covered Bonds (Moody's / Fitch / S&P)	A1 / AA- Negative / N.R.
Kredit-Einlagen-Quote	99,68%	Moody's Timely Payment Indicator	Probable
Deckungsstock:		Moody's Market Risk	15,20%
Größe des Deckungsstocks	0,687	Moody's Collateral Score	7,40%
Ausstehende Covered Bonds	0,5	Moody's TPI Leeway in Notches	0
Überdeckung	37,60%	Fitch's D-Cap in Notches	3
		S&P Unused Uplift in Notches	N.A.

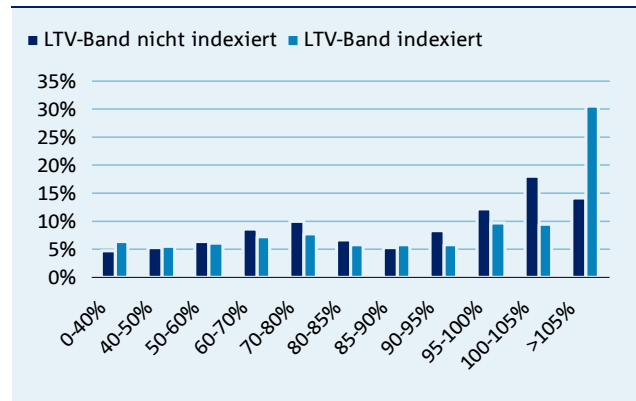
Quelle: BayernLB Research, Emittent, Moody's, Fitch, S&P

Geografische Verteilung der Hypothekendarlehen



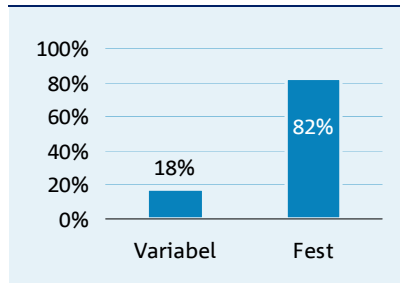
Quelle: BayernLB Research, Moody's

LTV Verteilung indexiert und nicht indexiert



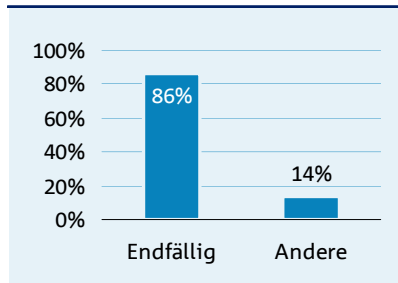
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Art der Verzinsung



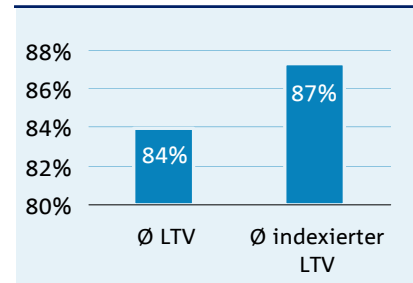
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Verteilung der Darlehensart



Quelle: BayernLB Research, Moody's

Durchschnittlicher LTV



Quelle: BayernLB Research, Moody's

SNS Bank N.V.

Link zu Cover Pool Inormationen:

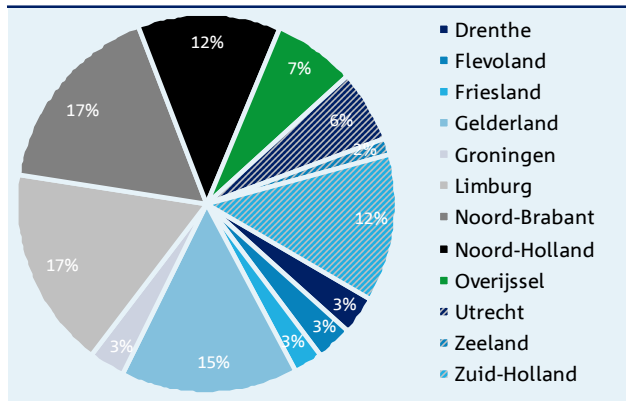
<http://www.snsreaal.nl/investors/debt-information/funding-programmes/-15-billion-covered-bond-programme-monthly-investor-reports-as-from-may-2008.html>

Angaben in Mrd. EUR			
Finanzkennzahlen*:		Ratinginformationen:	
Bilanzsumme	134,16	Rating Emittent / Sponsorbank (Moody's / Fitch / S&P)	Baa3 / BBB+ / BBB
Kundenkredite	65,35	Rating Covered Bonds (Moody's / Fitch / S&P)	Aa2 / AA+ / N.R.
Harte Kernkapitalquote	9,60%	Moody's Timely Payment Indicator	Probable
Kredit-Einlagen-Quote	147,50%	Moody's Market Risk	16,50%
		Moody's Collateral Score	5,70%
Deckungsstock:		Moody's TPI Leeway in Notches	0
Größe des Deckungsstocks	6,334	Fitch's D-Cap in Notches	4
Ausstehende Covered Bonds	4,364	S&P Unused Uplift in Notches	2
Überdeckung	45,10%		

*Finanzkennzahlen von Mutterunternehmen SNS Reaal N.V.

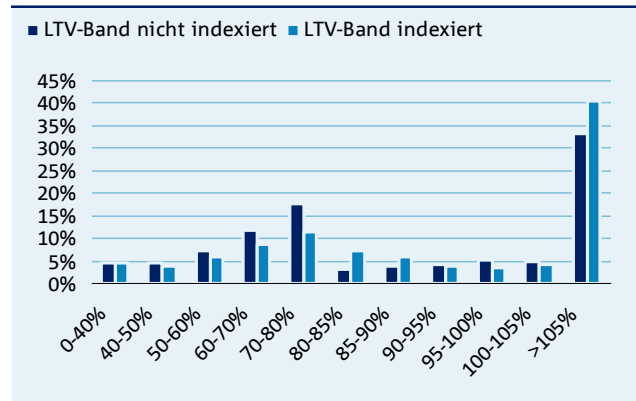
Quelle: BayernLB Research, Emittent, Moody's, Fitch, S&P

Geografische Verteilung der Hypothekendarlehen



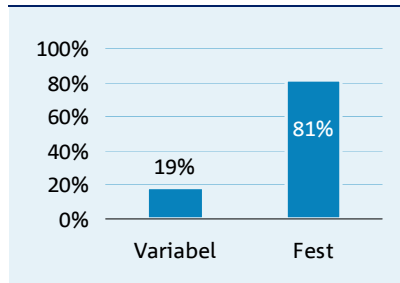
Quelle: BayernLB Research, Moody's

LTV Verteilung indexiert und nicht indexiert



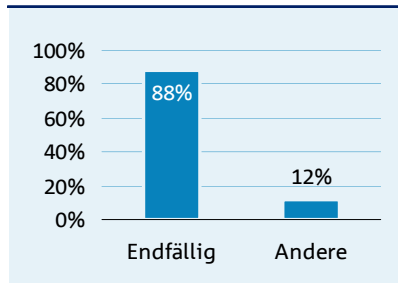
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Art der Verzinsung



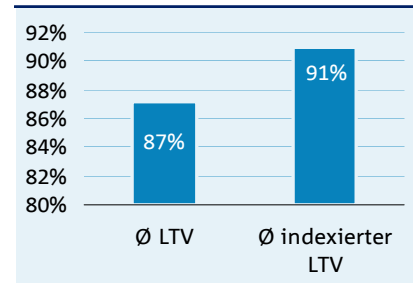
Quelle: BayernLB Research, Moody's

Verteilung der Darlehensart



Quelle: BayernLB Research, Moody's

Durchschnittlicher LTV



Quelle: BayernLB Research, Moody's

Ihre Ansprechpartner in der BayernLB

Treasury Products

Oliver Dressler 26700

Sales Corporates & Institutionals National

Alexander Hübner 23187

Sales Corporates & Institutionals International, Immobilienkunden

Dr. Klaus Voit 23795

Sales Mittelstand

Franz Kemmer 22903

CVA-Desk & OTC-Margining

Bastian Kehrls 25631

Sales Sparkassen / Eigengeschäft

Ruth Kerschagl 23281

Sales Sparkassen / Retail

Ingmar Alde 25179

Trading Short Term Interest Rates (STIR)

Thomas Bachmeier 23293

Trading Foreign Exchange (FX)

Marc Burgheim 27323

Energy & Commodity Solutions

Wolfgang Kraus 25179

Trading Swaps / FID & Sales London

Nicolas Evans +44 20 7955-5106

Christian Zeitsch +44 20 7955-1710

Capital Markets

Dr. Jörg Senger 26524

DCM Origination Corporates

Paul Kuhn 25756

DCM Origination Financial Institutions

Jörg Himmelmann 23378

Structured Solutions

Christian Füchsl 25503

Funding Execution

Miriam Scuka 23509

Bond Trading & Syndication

Nicholas Atkinson 25524

Fixed Income Sales

Herbert Schädler 25371

Financial Institutions

FI Institutionals & Banks Germany

Thomas Porr 21758

FI International North West

Georg Huber 23974

FI International South East

Kai Latussek 25359

Investor Relations

Petra Trinkies 27278

Katharina von Merkatz 23434

Volker Karioth 23441

Volkswirtschaft & Research

Dr. Jürgen Pfister, Chefvolkswirt 21750

Investment Research

Government Bonds & Fixed Income Strategie

Marius Gero Daheim, CIIA, CEFA 24877

Dr. Norbert Wuthe 27209

Credits & Covered

Alfred Anner, CEFA 27072

Matthias Gmeinwieser, CIIA 26323

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA 21873

Asja Hossain, CFA 27065

Miraji Othman 25888

Pia Schönwälder, CFA 27070

Stefan Sigrist, MBA 21795

Christian Strätz, CIIA, CEFA 27068

Stefan Voß 21808

Technische Analyse

Gerald Huber 21764

Hans-Peter Reichhuber 21780

Aktienmarkt/ Strategie

Manfred Bucher, CFA 21713

Aktien / Privatkunden

Christoph Gmeinwieser, CIIA 27053

Volkswirtschaft

Dr. Jürgen Pfister, Chefvolkswirt 21750

Manuel Andersch 27448

Christiane von Berg 28745

Wolfgang Kiener 27058

Dr. Stefan Kipar 27346

Dr. Johannes Mayr 21859

Disclaimer

Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 16.04.2013. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Die in dieser Publikation angegebenen aktuellen Preise / Renditen sind Tagesschluss-Quotierungen aus Bloomberg des der Publikation vorausgehenden Tages.

Die BayernLB beabsichtigt derzeit nicht, die in der Publikation genannten Emittenten im Bereich Fixed Income Research aktiv zu covern. Eine anlassbezogene Aktualisierung der in dieser Publikation wiedergegebenen Informationen und geäußerten Bewertungen erfolgt daher nicht.

Bewertungshinweis

Bewertungsverfahren

Die von der BayernLB im Fixed Income Research vorgenommenen Anlagevorschläge für Covered Bonds basieren primär auf einer Bewertung des Emittenten und insbesondere des von ihm zur Verfügung gestellten und verwalteten Deckungsstocks. Die Schutzmechanismen der länderspezifischen Gesetzgebung sind für die Qualität eines Deckungsstocks von zentraler Bedeutung. Zusätzlich wird die Asset-Qualität des Deckungsstocks analysiert. Entscheidende Faktoren stellen die Diversifikation nach Regionen, Endschuldnern und Objektart, die Granularität der Deckungsmasse, die Laufzeitkongruenz zwischen ausstehenden Pfandbriefen und Deckungsmasse, die nominale bzw. barwertige Überdeckung sowie deren Robustheit gegenüber Zinsänderungen und die Höhe der Problemkredite dar. Schließlich fließen in die Analyse eine Beurteilung der Fähigkeit des Emittenten zum mittel- und langfristigen Management des dynamischen Deckungsstocks und das Rating des Emittenten ein. Erst der Vergleich der relativen fundamentalen Bewertung der Emittenten zueinander mit dem für diese Emittenten gezahlten Spreads, bzw. deren Spread-Kurve ergibt die abschließende Bewertung.

Die Auswahl der Anleihen eines Emittenten spielt demgegenüber eine nachrangige und untergeordnete Rolle, da hier kurzfristige „relative value“-Aspekte, die steuerliche Behandlung sowie die Liquidität einzelner Emissionen im Vordergrund stehen.

Zeitraum von Anlageempfehlungen

Anlagehorizont:	Kurzfristig =	2 – 4 Wochen
	Mittelfristig=	4 Wochen – 3 Monate
	Langfristig=	3 – 12 Monate

Auf den jeweils angemessenen Anlagehorizont wird bei der Empfehlung hingewiesen.

Empfehlungssystematik

Zentraler Punkt der Empfehlungssystematik ist der sog. Credit Spread. Ein Credit Spread ist die Differenz zwischen der Rendite eines Covered Bonds (bestimmte Kreditqualität) sowie der Rendite einer Benchmark-Staatsanleihe höchster Bonität mit möglichst gleicher Laufzeit/Duration. Bei einem Engagement in kreditrisikobehafteten Covered Bonds besteht die Gefahr, dass der Emittent trotz der hohen Sicherungsmechanismen aufgrund wirtschaftlicher Schwierigkeiten seinen Verpflichtungen gegenüber dem Gläubiger, also der Zahlung der Zinsen oder Tilgung der Anleihe verspätet, nur teilweise oder nicht nachkommt. Für den Anleihegläubiger ist es daher von großer Bedeutung, über den Credit Spread ausreichend für das zusätzliche Kreditrisiko entlohnt zu werden.

Übergewichten: Das Spread-Duration gewichtete Exposure in Covered Bonds dieses Emittenten sollte über dem entsprechenden Exposure im iBoxx € Covered Index, oder einem vergleichbaren Alternativindex, liegen. Die BayernLB erwartet, dass die Covered Bonds des Emittenten (durationadjustiert) einen höheren Ertrag ("Outperformance") erwirtschaften als der Durchschnitt im Index. Neben der Höhe der laufenden Verzinsung ("Carry") spielt dabei die relativ bessere Entwicklung des Credit Spreads eine entscheidende Rolle. Eine Outperformance liegt vor, wenn sich der Credit Spread des empfohlenen Emittenten bzw. dessen Covered Bonds in einem für Covered Bonds positiven Marktumfeld stärker einengt bzw. in einem für Covered Bonds negativen Marktumfeld weniger stark ausweitet als der Credit Spread vergleichbarer Emittenten/Covered Bonds des Index.

Neutral: Das Spread-Duration gewichtete Exposure in Covered Bonds dieses Emittenten sollte dem entsprechenden Exposure im iBoxx € Covered Index, oder einem vergleichbaren Alternativindex, entsprechen. Die BayernLB erwartet, dass die Covered Bonds des Emittenten (durationadjustiert) einen vergleichbaren Ertrag erwirtschaften wie der Durchschnitt im Index.

Untergewichten: Das Spread-Duration gewichtete Exposure in Covered Bonds dieses Emittenten sollte unter dem entsprechenden Exposure im iBoxx Covered Index, oder einem vergleichbaren Alternativindex, liegen. Die BayernLB erwartet, dass die Covered Bonds des Emittenten (durationadjustiert) einen niedrigeren Ertrag ("Underperformance") erwirtschaften als der Durchschnitt im Index. Neben der Höhe der laufenden Verzinsung ("Carry") spielt dabei die relativ schlechtere Entwicklung des Credit Spreads eine entscheidende Rolle. Eine Outperformance liegt vor, wenn sich der Credit Spread des empfohlenen Emittenten bzw. dessen Covered Bonds in einem für Covered Bonds positiven Marktumfeld stärker einengt bzw. in einem für Covered Bonds negativen Marktumfeld weniger stark ausweitet als der Credit Spread vergleichbarer Emittenten/Covered Bonds des Index.

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

keine abweichende Empfehlung

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten	Basis-Investment	Beimischung	nicht empfohlen
13%	51%	12%	3%	1%	1%	11%	7%	1%

Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten	Basis-Investment	Beimischung	nicht empfohlen
19%	30%	7%	6%	2%	4%	19%	11%	2%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

DIESE PUBLIKATION WURDE VON DER BAYERISCHEN LANDESBANK ODER VON EINEM MIT IHR VERBUNDENEN UNTERNEHMEN (ZUSAMMEN "BAYERISCHE LANDESBANK" GENANNT) ERSTELLT.

DIE BAYERISCHE LANDESBANK BESTÄTIGT, DASS SIE EINSCHLÄGIGE ADMINISTRATIVE UND ORGANISATORISCHE MASSNAHMEN EINGEFÜHRT HAT, UM INTERESSENKONFLIKTE ZU VERMEIDEN, WELCHE DIESE PUBLIKATION BEEINFLUSSEN KÖNNTEN.

Bitte beachten Sie, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) den Inhalt dieses Berichts nicht geprüft hat.

Diese Publikation, bzw. jegliche Kopie hiervon, ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine direkte oder indirekte Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine direkte oder indirekte Verteilung in den USA, Kanada und Japan, oder an in diesen Ländern ansässige Personen bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Belgien, Irland, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Frankreich, Portugal, Ungarn, Slowenien, Schweden, Spanien, Luxemburg und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Sofern nicht ausdrücklich anders angegeben, ist der Inhalt dieser Publikation urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung oder Veränderung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung oder Weitergabe von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde von den Autoren ohne Mitwirkung des jeweiligen Emittenten erstellt. Darin enthaltene Informationen, Daten, Meinungen, Schätzungen und Prognosen haben Quellen zur Grundlage, die als zuverlässig gelten. Es wird jedoch weder ausdrücklich noch implizit zugesichert bzw. gewährleistet, noch darf darauf vertraut werden, dass die in dieser Publikation enthaltenen Angaben und Meinungen richtig und vollständig sind und den tatsächlichen Verhältnissen entsprechen. Weder die Bayerische Landesbank noch ihre Eigentümer, Vorstände, Gremienmitglieder oder Angestellten übernehmen Verantwortung für den Inhalt der Publikation. Sie haften nicht für mögliche Verluste, die aufgrund der Verwendung dieser Publikation, ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit ihr entstehen (fahrlässig oder anderweitig verursacht).

Der unterzeichnende Analyst erhält kein Honorar für die Bereitstellung spezifischer Informationen, Daten, Meinungen, Schätzungen, Prognosen und Empfehlungen in der vorliegenden Publikation. Die Vergütung besteht für jeden Analysten aus Grundgehalt und Bonus. Der Bonus richtet sich zum Teil nach der Gesamtrentabilität der Bayerischen Landesbank (einschließlich Erträgen aus dem Investment Banking). Zusätzlich gibt es noch einen persönlichen Leistungsbonus für Analysten.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen. Potenzielle Käufer oder Zeichner von Wertpapieren sind gehalten, vor ihrer Investmententscheidung unabhängig hiervon noch Informationen aus anderen Quellen einzuholen.

Die hierin geäußerten Meinungen, Prognosen oder Schätzungen basieren auf einer Einschätzung per Publikationsdatum. Eine Übereinstimmung mit künftigen Entwicklungen oder Ereignissen kann nicht garantiert werden. Die Angaben in dieser Publikation können sich ändern, ohne dass eine Mitteilung erfolgt, ihre Richtigkeit ist daher nicht garantiert.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in **Finnland** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in **Ungarn** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f, zu verstehen.

Diese Publikation wird in **Slowenien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des slovenischen Financial Instruments Market Act (67/2007, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in **Frankreich** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an (i) Personen verteilt, die Investment-Dienste im Zusammenhang mit dem Portfolio-Management für Rechnung Dritter anbieten (personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers); bzw. an (ii) qualifizierte Anleger (*investisseurs qualifiés*), die für eigene Rechnung tätig sind, und zwar jeweils gemäß §§ L. 411-1, L. 411-2, D. 411.1 bis D. 411-3, D. 744-1, D. 754-1 und D. 764-1, französisches Währungs- und Finanzgesetz (*Code monétaire et financier*).

Diese Publikation wird in **Belgien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „qualifizierte Investoren“ gemäß der Definition nach dem belgischen Gesetz über das öffentliche Angebot von Anlageinstrumenten und die Zulassung von Anlageinstrumenten zum Handel auf geregelten Märkten vom 20. Juli 2004 versandt.

Diese Publikation wird in **Luxemburg** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt.

Diese Publikation wird in **Irland** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition der EU-Finanzmarkttrichtlinie von 2007 (Nr. 1-3) (**MiFID**) versandt. Der Versand dieser Publikation ist nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. Errin-

gung von Dienstleistungen im Sinne der EU-Finanzmarkttrichtlinie zu verstehen. Die vorliegende Publikation ist keinesfalls so auszulegen, als enthalte sie eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder eine Beratung in Bezug auf Finanzinstrumente.

Alfred Anner, CEFA

Senior Covered Bond Analyst
+49 89 2171-27072
alfred.anner@bayernlb.de

Pia Schönwälder, CFA

Senior Covered Bond Analystin
Investment Income Research
Tel +49 89 2171-27070
pia.schoenwaelder@bayernlb.de

Redaktion:

Bayerische Landesbank
Fixed Income Research -5560-
80277 München (= Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:

Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (= Paketadresse)
www.bayernlb.de