



## RATING KURZ NOTIERT

### Viel Lob für das Harmonisierungspaket

Fast erwartungsgemäß haben sich die großen Ratingagenturen überwiegend positiv zum Vorschlag der EU-Kommission für eine EU-weite Harmonisierung der Covered Bonds geäußert. Analysten der Commerzbank haben die Einschätzungen zusammengefasst: Moody's betrachtet das Harmonisierungspaket der EU als positiv, weil es verpflichtende Mindestkreditstandards für die nationalen rechtlichen Rahmenwerke der EU-Länder zu Covered Bonds einführen wird. Allerdings dürfte die Anforderung, dass nur hochwertige Aktiva in Covered Bonds aufgenommen werden können – ohne den Begriff hochwertig zu definieren – für etwas Unklarheit sorgen. Die Bedingungen für verlängerbare Laufzeiten bei Covered Bonds mit Soft-Bullet-Laufzeiten oder CPT-Merkmalen sind nach Einschätzung von Moody's ebenfalls positiv und begrenzen den Ermessensspielraum der Emittenten, ohne die Verlängerungsentscheidung öffentlichen Stellen zu übertragen.

S&P weist darauf hin, dass die Covered-Bond-Initiative über eine Harmonisierung der bestehenden Covered-Bond-Regelungen hinausgeht. Sie wird auch zur Schaffung nationaler Rahmenwerke in Mitgliedstaaten führen, die derzeit keine entsprechenden Gesetze haben. Auch wird sie die Emission von Covered Bonds in Ländern fördern, wo Banken zur Refinanzierung in der Regel nicht auf diese Instrumente zurückgreifen. S&P geht zwar davon aus, dass das Paket ein ausgewogenes Gesetzeswerk ist, das dem Markt zugutekommen sollte. Sie sieht aber auch, dass es einige Fragen aufwirft, insbesondere in Bezug auf spanische Covered Bonds und die Behandlung von Drittstaaten.

Insbesondere zwei Änderungen könnten sich als nachteilig für Investoren in spanischen Covered Bonds erweisen: Ein Deckungsregister würde die verfügbaren Aktiva reduzieren, weil die Anleiheinhaber derzeit eine Forderung gegen alle Hypothekenaktiva haben. Und das derzeitige gesetzliche Übersicherungsniveau von 25 Prozent könnte durch das neue europäische Rahmenwerk gesenkt werden. Während die Bestimmung für einen homogenen Pool insgesamt höchstwahrscheinlich nur begrenzte Auswirkungen haben wird, sind nach Einschätzung von S&P Folgen für das CFF-Covered-Bond-Programm möglich. Die

Agentur erwartet, dass dieses Thema auf nationaler Ebene behandelt wird – in Abhängigkeit von der Haltung der französischen Regulierungsbehörde und der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht.

Scope rechnet nicht damit, dass das EU-Paket die Spielregeln ändern wird. Eine Harmonisierung wird nach Einschätzung der Agentur lediglich Mindestniveaus vorgeben und die bestehende Marktpraxis formell festschreiben. Laut Scope ist der Anstieg der Mindestübersicherung für alle Emittenten handhabbar, denn die meisten stellen bereits eine deutlich höhere Übersicherung zur Verfügung, um sich höhere Covered-Bond-Ratings zu sichern. Zuvor hatte Fitch die vorgeschlagene Richtlinie kommentiert und den Liquiditätspuffer als größten Pluspunkt erwähnt. So könnten insbesondere spanische Ratings von seiner Einführung profitieren.

### HSH-Verkauf positiv für das Rating?

Der Verkauf der HSH Nordbank an ein Konsortium aus Cerberus und J. C. Flowers könnte sich positiv auf das Rating auswirken. Die Ratingagentur Moody's hat die Kontrahentenbewertung und die Covered-Bond-Ratings der HSH auf die Überprüfungsliste für eine Heraufstufung gesetzt. Die Analysten begründen diesen Schritt mit der Erwartung, dass die neuen Eigentümer die Risiken noch einmal deutlich abbauen und die Bank vereinfachen werden. Das sei positiv für das Finanzprofil. Derzeit bewertet Moody's die Bonität der HSH mit Baa3. Wettbewerber Fitch dagegen hat das Emittentenrating der HSH auf die negative Überprüfungsliste gesetzt, das sogenannte Viability-Rating dafür um um zwei Stufen angehoben und auf die positive Überprüfungsliste gesetzt. Die Pfandbriefe der HSH bewertet Fitch nicht.

### Türkische Covered Bonds werden herabgestuft

Nachdem Moody's die Rating-Obergrenze für die Türkei von Baa1 auf Baa2 gesenkt hat, hat die Agentur auch die Covered-Bond-Ratings von 7 türkischen Banken (Akbank, Denizbank, Sekerbank, Garanti, Isbank, Vakif und Yapi) auf dasselbe Niveau herabgestuft und die Langfristratings von

14 Institutionen gesenkt. Moody's hatte zuvor die Herunterstufung der Türkei unter anderem mit Zweifeln an der Wirksamkeit der Geldpolitik, Verzögerungen von wichtigen ökonomischen Strukturreformen, eines hohen Leistungsbilanzdefizits, einer steigenden Auslandsverschuldung sowie politischer Risiken begründet. Darüber hinaus bestehen Zweifel an der Unabhängigkeit des türkischen Rechtssystems.

### Moody's begrüßt Vorschlag zur Lettre de Gage

Der Vorschlag, die luxemburgische Lettre de Gage Gesetzgebung zu erweitern und zukünftig auch die Refinanzierung von Projekten im Bereich der erneuerbaren Energien zu ermöglichen (renewable energy infrastructure financings, REIFs), wird von Moody's als positiv erachtet und als „credit positive“ beurteilt. Andererseits weist Moody's auch darauf hin, dass derartigen Projekten ein höheres Kreditrisiko inhärent ist als dies bei traditionellen Covered Bonds der Fall ist.

### Ratingchancen für Cédulas

Vor einem Jahr hatte die Ratingagentur Standard & Poor's Spanien einen positiven Ausblick verliehen und damit die Erwartung formuliert, dass innerhalb von 24 Monaten eine Heraufstufung in den Single-A-Bereich folgen könnte. Im letzten September haben die Unsicherheiten im Zusammenhang mit den katalonischen Unabhängigkeitsbestrebungen einer solchen Ratingverbesserung des aktuellen spanischen „BBB+“ Staatsratings noch im Wege gestanden. Bei der neuerlichen Aktualisierung könnten es mit der Heraufstufung jedoch endlich so weit sein, da sich der Katalonien-Konflikt entschärft und die wirtschaftliche Lage Spaniens weiter verbessert hat. Zudem hat Fitch im Januar bereits eine Heraufstufung auf „A-“ vorgelegt. Analysten der Commerzbank erwarten von einer Heraufstufung auch spürbare Effekte auf die Cédulas-Einschätzungen. Die meisten der von S&P bewerteten Cédulas sind derzeit bei „A+ mit positivem Ausblick“ eingeordnet. Die Agentur hatte schon im letzten April angekündigt, acht dieser Ratings anzuheben, falls sich Spaniens Einstufung verbessern sollte. Dies würde für eine Reihe von Programmen ein Upgrade in den regulatorisch bevorzugten Doppel-A-Bereich bedeuten.