

Standard & Poor's Ratingansatz für deutsche Pfandbriefe

Torsten Althaus und Karlo Fuchs

Als Anfang 2005 das neue Pfandbriefgesetz diskutiert wurde, fürchteten die Hypothekendarsteller, dass weichere Regelungen als die im HBG vorschrieben, zu einer Spaltung des Pfandbriefmarktes in besser und schlechter geratete Emissionen führen könnten. Umso mehr dürfte den Verband der Pfandbriefbanken heute freuen, dass, dank des hohen gesetzlichen Standards, die Pfandbriefe durchweg höchsten Bonitäts- und Qualitätsansprüchen der Ratingagenturen genügen. Dabei achtet Standard & Poor's sowohl auf quantitative wie qualitative Faktoren. (Red.)

In Standard & Poor's (S&P) Ratinganalyse deutscher Hypotheken- und Öffentlicher Pfandbriefe wird untersucht, inwieweit die vom Emittenten zur Verfügung gestellten Risikopuffer ausreichend sind, um das Zielrating (in den meisten Fällen AAA) zu erreichen. In regelmäßigen Abständen analysiert S&P hierzu neben der Bonität und Struktur der jeweiligen Deckungsstöcke auch, ob die unter gestressten Bedingungen verfügbaren Cash-Flows ausreichend sind, um Zins und Tilgung der emittierten Pfandbriefe jederzeit und gemäß der ursprünglichen Anleihebedingungen zu bedienen. Im Pfandbriefe-Rating spiegelt sich darüber hinaus wider, dass die von den Emittenten gemachten Aussagen zur jederzeitigen Aufrechterhaltung einer über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehenden Überdeckung nach Ansicht von S&P für das Zielrating angemessen sind.

Umfeld-Analyse

Eine detaillierte Analyse der Rahmenbedingungen, unter denen Pfandbriefe emittiert werden, stellen den ersten Schritt der Analyse dar. Die Kenntnis über die Entwicklung des betrachteten Marktes, die Charakteristika der zugrundeliegenden Hypothekendarprodukte, die typischen Verwertungsprozesse bei Zahlungsstörungen, sowie das regulatorische Umfeld sind wesentliche Informationen, die S&P benötigt, um Standardannahmen über Ausfallhäufigkeiten und Verlustschwere der potenziellen Deckungsstockaktiva zu bilden.

Im Fokus der rechtlichen Analyse der pfandbriefspezifischen Gesetzgebung steht dann die Prüfung, ob ein Pfandbriefrating unabhängig vom Emittenten-

rating vergeben werden kann (so genanntes „de-linked“ Rating) und ob die Möglichkeit zu zeitgerechter Zahlung von Zins- und Tilgungsleistungen gemäß den ursprünglichen Bedingungen und Konditionen eines Pfandbriefs besteht. Dies muss auch im Falle der Insolvenz der emittierenden Bank sichergestellt sein. Folgende Fragen stellen dabei wesentliche Aspekte in der rechtlichen Analyse für S&P dar:

- Wie ist die Abtrennung der Deckungsstöcke im Fall der Insolvenz des Emittenten geregelt?
- Inwieweit bestehen die ursprünglichen Anleihebedingungen im Fall der Insolvenz weiter und kann insbesondere eine vorzeitige Fälligkeit von Zahlungen verhindert werden?
- Kann der Insolvenzverwalter eine Umschuldung erzwingen?
- Inwieweit kann nach Insolvenz der Bank Liquidität zur Bedienung der Pfandbriefe generiert werden?
- Kann die Bankaufsicht ein Moratorium über den Pfandbrief verordnen?
- Wie hoch ist die Insolvenzfestigkeit einer über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehende Überdeckung?

Die Autoren

Torsten Althaus ist Director und Leiter Europäische Covered Bonds, und **Karlo Fuchs** ist Associate Director und Senior Covered Bond Analyst bei Standard & Poor's, Frankfurt am Main.

Da die Deckungsstöcke und die dagegen emittierten Pfandbriefe auf der Bilanz der Bank stehen und integraler Bestandteil des Bankmanagements sind, ist es notwendig, das emittierende Institut in die Analyse mit einzubeziehen. Hierzu werden quantitative und qualitative Aspekte der Bank analysiert. Neben der reinen Bilanzanalyse stellen regelmäßige Treffen mit Vertretern der Bank einen entscheidenden Teil der Analyse dar. Hierbei werden insbesondere die Geschäftsstrategie in den einzelnen Bereichen und ihre Geschäftspläne, Rentabilitätsziele, die Aktiv-Passiv-Steuerung, das Risikomanagement sowie die Kapitalplanung der Bank analysiert.

Darüber hinaus gibt es auch noch pfandbriefspezifische Fachgespräche mit dem Ziel, Informationen zu sammeln, die es den Pfandbrief-Analysten ermöglichen, die Standard-Modellannahmen für den jeweiligen Emittenten zu kalibrieren. Hierzu werden in Bezug auf die Deckungsstöcke unter anderem die Portfoliostrategie, die Kredit- und Verwertungsprozesse sowie das Risikomanagement diskutiert und verglichen. Das Verständnis der Emissionspolitik des Emittenten und der Zielkunden für die Pfandbriefe runden das Bild weiter ab.

Informationsanforderungen

Um die Aktivqualität des Deckungsstocks zu beurteilen ist eine detaillierte Aufgliederung der Charakteristika des Deckungsstocks notwendig. Üblicherweise stellen die Emittenten diese Informationen in einem standardisierten Format, dem Covered Bond Monitor Input Template, zur Verfügung. Bei diversifizierten Deckungsstöcken können die Emittenten nach Absprache mit S&P die Daten zur Aktivqualität entweder auf stratifizierter oder auf Einzelkreditnehmerbasis liefern.

Konzentrierte beziehungsweise Deckungsstöcke mit hohem gewerblichen Hypothekendaranteil verlangen in der Regel eine höhere Transparenz, das heißt Daten auf Einzelkreditnehmerbasis. Nur mit den hierdurch zur Verfügung gestellten, weitergehenden Informationen (zum Beispiel Kapitaldienstfähigkeit – DSCR; Mieterstruktur) lässt sich bei solchen Deckungsstöcken eine adäquate Kreditanalyse durchführen.

Da S&P diese Reportingvorlage für europäische Covered Bond Emittenten erstellt hat, werden die hierin angefragten Informationen in der Regel noch Länder- und Emittentenspezifisch angepasst. Die

Strukturierung der Informationsanforderungen erlaubt es der Bank, die Informationsbeschaffung zu standardisieren und den regelmäßig wiederkehrenden Arbeitsaufwand zu minimieren.

Ausfall- und Verwertungsannahmen

In Deutschland kann S&P das Pfandbriefrating weitgehend unabhängig vom Emittentenrating erteilen (de-linked). Die Analyse der Pfandbriefe reflektiert daher, inwieweit die im Deckungsstock separierten Aktiva auch unter Stressszenarien noch ausreichend Zahlungsströme generieren, um die Pfandbriefe mit einer dem Zielrating angemessenen Sicherheit zu bedienen. Im ersten Schritt der quantitativen Analyse gilt es daher die Emittenten- und deckungsstockspezifischen Ausfall- und Verwertungsannahmen und auch die erwarteten Portfoliomanagementkosten zu bestimmen.

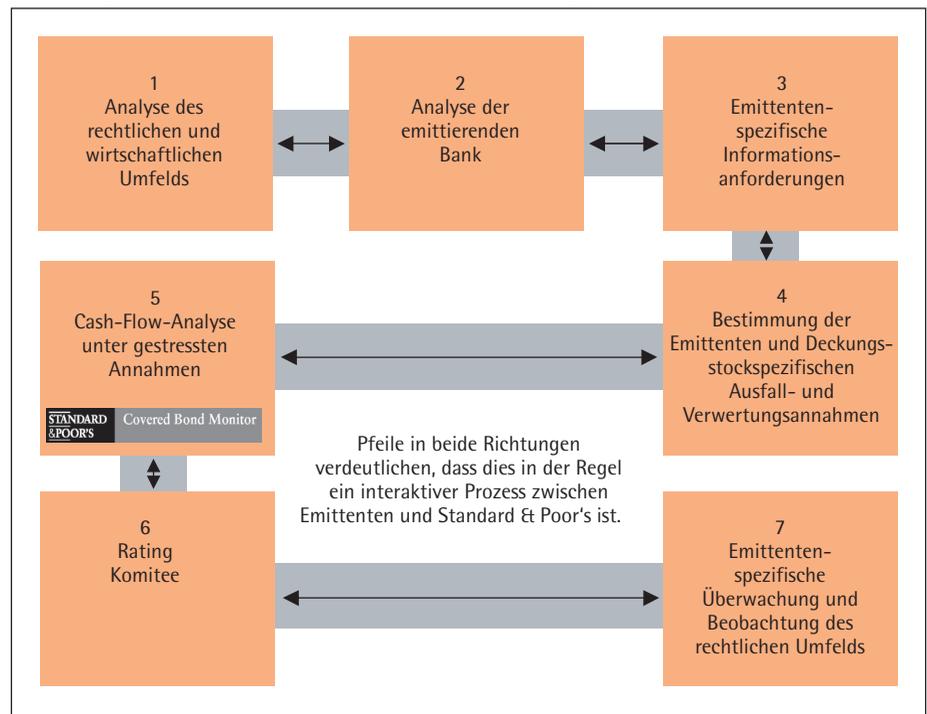
Im Fall von Öffentlichen Pfandbriefen werden die ersten beiden Faktoren im Wesentlichen bestimmt durch die Kreditqualität (Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlustquote) und Laufzeit der Einzelexposures, die Diversifikation und Konzentration von individuellen Schuldern im Deckungsstock sowie die Korrelationseffekte.

Für Hypothekendeckungsstöcke werden diese Parameter im Wesentlichen durch die objektspezifischen Faktoren Ausfallwahrscheinlichkeiten (auch beeinflusst von der Größe und der Laufzeit der Darlehen), erwartete Wertminderungen in Stressszenarien, Kosten für die Verwertung der Sicherheiten und Verwertungsdauer der Sicherheiten bestimmt.

Die für das Kreditrisiko notwendige Überdeckung ergibt sich dann je nach gewünschtem Ratingniveau als Resultat der Multiplikation der jeweiligen rating-spezifischen Ausfallwahrscheinlichkeit der Aktiva und dem jeweiligen zu erwartenden Ausfall pro Ratingniveau. Da wesentliche Aspekte der internen S&P Modellierung in Kriterienpublikationen beschrieben beziehungsweise die benutzten Tools wie beispielsweise der CDO Evaluator frei verfügbar sind, können die Emittenten in der Regel die von S&P ermittelten Parameter nachvollziehen.

S&P hat als erste Ratingagentur den Covered Bond Monitor (CBM), also das quantitative Modell, mit dem die Angemessenheit der Überdeckung der Pfandbriefe analysiert wird, veröffentlicht. Hiermit wird ermittelt, inwieweit sowohl

Grundzüge des Standard & Poor's Pfandbriefratingprozesses



Laufzeit-, Liquiditäts- und Währungsinkongruenzen als auch Zinsänderungsrisiken Auswirkungen auf die erwarteten Zahlungsströme haben. Für das gewünschte Ratingniveau muss dabei sichergestellt sein, dass der Deckungsstock die Zahlungsverpflichtungen jederzeit erfüllen kann.

Der CBM ist ein Cash-Flow-Modell, das mit Hilfe der Monte-Carlo-Methode eine hohe Anzahl (über 100 000) an unterschiedlichen Zins- und Wechselkursimulationen über die Laufzeit des Deckungsstocks simuliert. Zusammen mit den Liquiditäts- und Kreditrisiken ergeben sich so unterschiedliche Cash-Flow-Szenarien. Das Ergebnis der Simulationen zeigt, ob alle Verpflichtungen durch den Deckungsstock auch unter gestressten Bedingungen bedient werden können. Wenn die kumulierte Liquiditätsposition nach der letzten Fälligkeit negativ ist, heißt dies, dass der Pool nicht ausreichend Cash-Flows generieren kann, um alle Verpflichtungen zu erbringen (Ausfall). Der Umkehrschluss wäre, dass bei einer positiven kumulierten Liquiditätsposition alle Verpflichtungen durch den Deckungsstock bedient werden können.

Der Vergleich des Prozentsatzes der simulierten Ausfälle zur Anzahl der durchgeführten Simulationen mit der unter einem Zielrating akzeptierten Ausfallquote erlaubt die Beurteilung, ob der Pfandbrief sein Zielrating erreicht hat. Sollte das Zielrating nicht erreicht wer-

den, kann der Emittent seine Deckungsstockzusammensetzung oder Zahlungsströme ändern, seine Hedging-Strategie anpassen oder – was häufig gemacht wird – eine höhere Überdeckung zur Verfügung stellen, um die Ausfallwahrscheinlichkeit zu reduzieren.

Rating Komitee

In einem Rating Komitee werden die Ergebnisse sowohl der quantitativen Analyse als auch der vorangegangenen qualitativen Analyseschritte diskutiert. Hierbei werden insbesondere auch weitere Faktoren betrachtet, die die Risiken mildern können, wie zum Beispiel die Angemessenheit der kurzfristigen Liquidität, Aussagen des Emittenten zur Aufrechterhaltung einer bestimmten Risikostruktur oder einer bestimmten Höhe der Überdeckung. Wenn die quantitativen und qualitativen Aspekte den Anforderungen für das Zielrating genügen, kann das Ratingkomitee das Rating im Regelfall erteilen. Üblicherweise werden dem Emittenten neben dem Rating die Inputfaktoren für den CBM und die erwarteten Überwachungszyklen mitgeteilt. Da sowohl die der Deckungsstöcke als auch die Struktur der Zahlungsströme sich ständig verändern, ist eine regelmäßige Wiederholung der Analyseschritte notwendig. Dasselbe gilt für die rechtlichen Rahmenbedingungen, die häufig angepasst werden, um geänderten Marktgewohnheiten Rechnung zu tragen.