

Neue Ratings für Covered Bonds – der Ansatz von Fitch

Helene Heberlein und Andrea Montanari

Das Rating der Covered Bonds bleibt vom Pfandbriefgesetz nicht unberührt. So hat jetzt Fitch seine Methodologie angepasst und einen Discontinuity Factor eingeführt. Dieser zeigt, inwieweit sich die Veränderung des Emittentenratings auf das Rating von Pfandbriefen auswirkt, erklären die Autoren. Für Nicht-Investment-Grade eingestufte Banken sei es damit praktisch unmöglich, ein „AAA“ für ihre Pfandbriefe zu erhalten. Auch Mortgage Covered Bonds würden – wegen höherer Verwaltungskosten und geringerer Liquidität der Deckungswerte – schlechter abschneiden als Public Sector Covered Bonds. (Red.)

Fitch Ratings hat dieser Tage ein neues Konzept zur Bewertung der Kreditwürdigkeit von Covered Bonds vorgestellt und Marktteilnehmer zur Abgabe von Kommentaren aufgefordert. Ein neuer Bestandteil der Analyse ist der „Discontinuity Factor“, der den Einfluss misst, der ein Ausfall des emittierenden Finanzinstitutes auf deren ausstehenden Covered Bonds haben dürfte. Damit wird Kreditanalysten eine Antwort auf die Frage gegeben, wie stark das Rating der Covered Bonds vom Rating des Finanzinstituts abhängt. Interessierten Marktteilnehmern steht auf der Website www.fitchratings.com unter dem Sektor Financial Institutions, Covered Bonds die komplette Studie, in Form eines Exposure Drafts, zur Verfügung; entsprechende Kommentare sind per E-Mail cvb.feedback@fitchratings.com erbeten.

Bestimmungsfaktoren für Continuity Risk

Fitch hat vier Kernbereiche identifiziert, die Einfluss darauf haben, wie – im Falle der Insolvenz des Finanzinstituts – schnell und problemlos aus dem Deckungsstock Zahlungen an die Covered-Bonds-Investoren erfolgen können, um einen Zahlungsausfall dieser Titel zu vermeiden. Grundvoraussetzung ist die sichere Abtrennung der Deckungsmasse vom Zugriff anderer Gläubiger des insolventen Emittenten. Entsprechend erhält dieser Bereich die höchste Gewichtung im Scoring.

Der Schutz bevorzugter Rechte der Covered Bonds Investoren ist in der Regel der Hauptgegenstand der jeweiligen Covered Bonds Gesetze beziehungsweise der vertraglichen Vereinbarungen (in Ländern

ohne spezielle gesetzliche Grundlagen). Geprüft wird unter anderem durch Rechtsgutachten die Gültigkeit und Wirksamkeit entsprechender Klauseln. Wie üblich steckt der Teufel aber im Detail und Schwierigkeiten liegen oft in der Verfügbarkeit von freiwilliger Überdeckung, der grenzübergreifenden Anerkennung des Vorranges und den Kompensationsrechten der zugrunde liegenden Schuldner.

Im Falle der Insolvenz des emittierenden Finanzinstituts müssen sich Covered Bonds Investoren darauf verlassen können, dass ein Ersatzverwalter (Alternative Manager) für den Deckungsstock und die Covered Bonds alle nötigen Schritte unternimmt, um die Zahlung von Zins und Tilgung zu gewährleisten. Verzögerungen bei der Beauftragung beziehungsweise Einsetzung eines Ersatzverwalters, der die Interessen der Covered Bonds Investoren wahrzunehmen hat, würden die zeitgerechte Bedienung be- oder sogar verhindern.

Die Verantwortlichkeiten eines Alternative Managers sollten nicht auf das Servicing (Verwalten) der Deckungswerte begrenzt sein, sondern auch das Recht zum Verkauf von Aktiva als auch die Aufnahme von Finanzmitteln – um Zahlungen an Covered-Bond-Gläubiger

Die Autoren

Helene Heberlein leitet als Managing Director das Europäische Covered Bond Team und **Andrea Montanari** ist als Associate Director Analyst bei Fitch Ratings, London/Frankfurt am Main.

sicher zu stellen – beinhalten. In der Praxis wird die Fähigkeit des Ersatzverwalters, seiner Aufgabe gerecht zu werden, durch die Organisation der insolventen Bank beschränkt werden. Dazu gehört beispielsweise das Problem der Identifizierung bestimmter Aktiva, insbesondere wenn sie sich teilweise in und außerhalb der Deckung befinden.

Von Bedeutung sind auch Liquiditätsinkongruenzen (Liquidity Gaps) zwischen dem Amortisationsprofil des Deckungsstockes und der Covered Bonds, die die zeitgerechte Bedienung der Covered-Bond-Gläubiger beeinträchtigen würden. Auf Systemebene gibt es Beispiele, wie diese Risiken aus dem Weg geräumt werden (zum Beispiel durch Pass-Through-Amortisation). Umgekehrt gibt es auch Fälle, in denen die Weiterführung der Covered Bonds durch die geltenden Insolvenzvorschriften verhindert werden (wie im Falle einer sofortigen Fälligkeit von ausstehenden Schuldverschreibungen).

Beurteilung der Liquiditätsrisiken

Abgesehen von diesen beiden Extrempositionen spielen die Charakteristika der Deckungswerte eine kritische Rolle in der Beurteilung der Liquiditätsrisiken unmittelbar nach einer Insolvenz des Emittenten. In diesem Zusammenhang hängt die pünktliche Bedienung von gedeckten Verbindlichkeiten davon ab, ob es einen aktiven Markt für diese Werte gibt. Des Weiteren ist von Bedeutung, ob Ersatzdeckung in Form von liquiden Titeln zulässig ist, und tatsächlich ausreicht, um die Liquiditätsinkongruenzen ausgleichen zu können, bevor reguläre Deckungswerte verkauft werden können.

Fitch berücksichtigt bei der Bewertung des Continuity Risk auch die Funktion und mögliche Einwirkung der nationalen Aufsicht. Hierbei wird nicht auf die hypothetische Intervention einer Aufsichtsbehörde spekuliert, die Druck auf andere Banken ausüben könnte, um diese zur Rettung eines Deckungsstockes und der entsprechenden Covered Bonds aufzufordern, um damit eine Vertrauenskrise zu vermeiden. Vielmehr wird die Überwachungsfunktion von Risikofaktoren für Covered Bonds und die Erfahrung in der Implementierung von Richtlinien zur Gewährleistung der Sicherheit des Instruments – im Vorfeld einer Verschlechterung – anerkannt.

Jeder der oben aufgeführten vier Faktoren wird im Lichte der bestehenden

rechtlichen, regulatorischen oder vertraglichen Rahmenbedingungen sowie der Charakteristika des Cover Pools und des Emittenten bewertet. Das Ergebnis erfolgt in gewichteter Form und wird in einen so genannten Discontinuity Factor, als Prozentzahl zwischen null und 100 ausgedrückt. Null Prozent bedeutet hierbei, dass prinzipiell nichts der Fortführung der Zahlungen an Covered-Bond-Investoren, im Falle der Insolvenz des Finanzinstituts, im Wege steht. Dagegen drückt ein Wert von 100 Prozent aus, dass die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls bei den Covered Bonds der der Bank entspricht.

Issuer Default und Discontinuity Factor

Der Discontinuity Factor zielt darauf ab, die beste zu erreichende Ausfallwahrscheinlichkeit von Covered Bonds einzuschätzen. Er wird berechnet aus der Ausfallwahrscheinlichkeit des emittierenden Finanzinstituts multipliziert mit dem Discontinuity Factor. Zur Bestimmung der Ausfallwahrscheinlichkeit der Bank zieht Fitch das langfristige Issuer Default Rating (IDR) auf einer idealisierten kumulativen Fünfjahres-Default-Kurve heran. Das Ergebnis der Formel wird zurückübertragen auf die gleiche Kurve, die also nur für Kalibrierungsgründe verwendet wird.

Beispiel: Covered Bonds, begeben von einem „A“ gerateten Finanzinstitut (Fünfjahres-Ausfallwahrscheinlichkeit: 0,561 Prozent) und mit einem Discontinuity Factor von 40 Prozent (basierend sowohl auf die Rahmenbedingungen als auf die individuellen Eigenschaften des Emittenten und ihres Deckungsstockes) kann maximal ein „AA“ auf Basis der Ausfallwahrscheinlichkeit erhalten (0,561 Prozent mal 40 Prozent ist gleich 0,224 Prozent, was auf der Fünfjahres-Ausfallwahrscheinlichkeitsskala dem für ein „AA“ entsprechenden Wert von 0,203 Prozent am nächsten kommt). Die nachstehende Matrix-Tabelle zeigt weitere Kombinationen von IDR und Discontinuity Factors.

Allerdings wird den Covered Bonds nicht automatisch die bestmögliche Ausfallwahrscheinlichkeit zugeteilt. Obwohl Covered Bonds die wichtige Übergangsperiode – bei der der Deckungsstock die Quelle der Zahlungen an die Covered-Bond-Gläubiger zu übernehmen hat – überleben, könnte die Überdeckung in einem Amortisierungsszenario unzureichend sein, um auch die weiteren Zah-

möglich ist vieles
 mit Bauflächen, Scheunen und anderen Immobilien im Osten Deutschlands.

www.bvvg.de

lungen auf die Covered Bonds sicherzustellen. Um die Ausfallwahrscheinlichkeit von Covered Bonds zwischen der des emittierenden Finanzinstituts und dem durch den Discontinuity Factor indizierten Wert zu positionieren, testet Fitch die Cash-Flows aus dem Deckungsstock im Vergleich zu den Zahlungsverpflichtungen an die Covered-Bond-Gläubiger unter Stressannahmen.

Sollte die Cash-Flow-Simulation ergeben, dass die Zins- und Tilgungsverpflichtungen gegenüber den Covered-Bond-Gläubigern nicht – im Rahmen des angestrebten Stresstestlevels – ausreichen, wird eine weniger strikte beziehungsweise ausgeprägte Verschlechterung bis hinab zum Niveau des Emittentenratings des Finanzinstituts modelliert.

Drei Faktoren im Cash-Flow-Modell

Das Covered-Bond-Cash-Flow-Modell von Fitch Ratings beinhaltet die folgenden Risikofaktoren: Kreditrisiko der Deckungswerte (insbesondere Ausfall- und Recovery-Erwartungen), Inkongruenzen zwischen dem Deckungsstock und den emittierten Covered Bonds

(vor allem in Bezug auf Fälligkeit, Zins und Währungen) und der Kosten eines Ersatzmanagers. Die Bewertung der Kreditqualität von Cover Assets führt Fitch auf Basis der bestehenden Methodologien für die Analyse von Verbriefungstransaktionen vergleichbarer Assetklassen durch.

So wird beispielsweise die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Pools von Hypothekenkrediten an private Schuldner bestimmt durch die ursprüngliche Beleihungsquote (Loan-to-Value, LTV) – je höher die LTV, desto höher die Ausfallwahrscheinlichkeit – und Angaben zum ursprünglichen Verschuldungsgrad des Kreditnehmers (Debt-to-income, DTI) – je höher der DTI-Ratio, desto höher die Ausfallwahrscheinlichkeit.

Einschätzung der Ausfallraten bei Hypotheken- und Staatsrenditen

Die gestressten erwarteten Recovery-Annahmen für einen ausgefallenen Hypothekenkredit werden anhand der gegenwärtigen LTV und dem angenommenen Preisverfall des Marktwerts der finanzierten Immobilie berechnet. Für gewerbliche Hypothekenkredite spiegeln „Debt Service Coverage“-Ratios die Risikogefährdung des Engagements wider, während die Verlustschwere nach einem Ausfall eine Funktion der LTV und der Annahmen bezüglich der Immobilienpreistrückgänge ist.

Die Ausfallrate von Krediten an oder Emissionen vom öffentlichen Sektor hängt von der individuellen Schuldnerkreditqualität, der Restlaufzeit und den

Discontinuity Factor in Abhängigkeit vom Emittentenrating und der Ausfallwahrscheinlichkeit

Issuer DR	5 Years PD	Discontinuity Factor										
		100.0%	75.0%	50.0%	40.0%	30.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%	
AAA	0.030%	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
AA+	0.094%	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
AA	0.203%	AA	AA	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
AA-	0.255%	AA-	AA	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
A+	0.501%	A+	AA-	AA-	AA	AA	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA
A	0.561%	A	A+	AA-	AA	AA	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA
A-	0.787%	A-	A	A+	AA-	AA-	AA	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA
BBB+	1.016%	BBB+	A-	A+	A+	AA-	AA	AA	AA+	AAA	AAA	AAA
BBB	1.582%	BBB	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA-	AA	AA+	AAA	AAA
BBB-	3.361%	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB+	A	A+	AA-	AA	AAA	AAA
BB+	5.355%	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB+	A-	A	AA-	AAA	AAA
BB	7.477%	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB+	A-	AA-	AAA	AAA
BB-	11.007%	BB-	BB	BB+	BB+	BBB-	BBB	BBB	BBB+	A	AAA	AAA
B+	15.370%	B+	BB-	BB	BB+	BB+	BBB-	BBB	BBB	A-	AAA	AAA
B	19.616%	B	B+	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB+	AAA	AAA
B-	25.538%	B-	B	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB+	AAA	AAA
CCC+/C	32.475%	CCC	B-	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB	AAA	AAA

IDR: Issuer Default Rating
 PD: probability of default

Quelle: Fitch Ratings

Die Recovery-Ratings von Fitch

Recovery Rating	Recovery Prospects	Recovery Bands Given Default (in per cent)	Maximum Notching	
			Investment Grade	Non-Investment Grade
RR1	Outstanding	91-100	+ 2	+ 3
RR2	Superior	71-90	+ 1	+ 2
RR3	Good	51-70	+ 1	+ 1
RR4	Average	31-50	-	-
RR5	Below Average	11-30	- 1	- 1
RR6	Poor	0-10	- 1/-2	- 2/-3

Quelle: Fitch Ratings

verwendeten Korrelationen ab. Bei den Recovery-Annahmen werden Schätzungen der Fitch-Analysten aus den Bereichen Staaten und Sub-Nationals herangezogen. Laufzeitinkongruenzen zwischen dem Deckungsstock und den Covered Bonds resultieren generell in einem Stress-Szenario im größten Bedarf an Überdeckung.

Simulation der Deckungsmassen im Insolvenzfall

In einer Abwicklungsphase nach dem Ausfall des Emittenten, wenn keine neuen Werte in Deckung genommen und keine neuen Covered Bonds emittiert werden, ergäben sich alternative Perioden von Cash-Überschüssen oder Cash-Unterdeckung. Das Cash-Flow-Modell simuliert die Anlage von Überschussliquidität zu Sub-Euribor-Sätzen und die Finanzierung von Cash-Unterdeckung auf Basis einer gestressten Marge über Euribor.

Zusätzlich gilt es zu beachten, dass beim Deckungsstock und den Covered Bonds die Anteile variabel- und festverzinslicher Portfolioteile beziehungsweise die Währungen nicht perfekt übereinstimmen. Die meisten gesetzlichen oder vertraglichen Rahmenbedingungen lassen das Hedging dieser Marktrisiken mittels privilegierten Swap-Vereinbarungen zu. Die Fortführung der Zahlungen an die Swap-Kontrahenten erfolgt

Daten und Fakten in Ausgabe 13

Die Stufen im Benotungssystem von Fitch Ratings & Research haben sich nicht verändert. AAA, AA und A stehen weiterhin für „geringes Risiko, hohes Potenzial“, während E und E- „hohes Risiko, geringes Potenzial“ bedeuten. Die Redaktion bittet den Fehler in der Ausgabe 13, Seite 417 zu entschuldigen.

in gleicher Weise wie an Covered-Bond-Investoren, die also über die Insolvenz des Emittenten hinaus gegen Zins- und Währungsschwankungen geschützt sind. Jede verbleibende Position wird im Rahmen von Standardannahmen für die Volatilität variabler Zinsen und Währungskurses, die zum Beispiel für Verbriefungstransaktionen Anwendung finden, gestresst.

Beim Test der Cash-Flows in Bezug auf das angestrebte Rating-Level, simuliert Fitch den Ausfall des Emittenten zu unterschiedlichen Zeitpunkten in der Zukunft und extrapoliert das Profil der Deckungswerte auf diese zukünftigen Daten. Die meisten Emittenten von Covered Bonds halten eine größere Überdeckung vor, als gesetzlich oder vertraglich notwendig.

Die Investoren sind in unterschiedlichem Umfang gegen eine plötzliche Reduzierung dieses Sicherheitsinstruments geschützt. Generell ist zu sagen, dass das Risiko des Abziehens von freiwilliger Überdeckung mit abnehmender Kreditqualität des Emittenten größer wird.

Bewertung der Überdeckung

Dementsprechend wird Fitch Ratings bei der Modellierung der Cash-Flows die verfügbare Überdeckung unterschiedlich berücksichtigen, und zwar in dieser Reihenfolge: vertraglich vereinbarte oder vom Emittenten öffentlich zugesagte Überdeckung.

In Abwesenheit von solchen Verpflichtungen, wird der niedrigste Überdeckungsgrad der vergangenen zwölf Monate verwendet, so lange der Emittent über ein Kurzfrustrating von mindestens „F2“ verfügt. Für Emittenten mit einem Kurzfrustrating von „F3“ oder darunter, setzt Fitch bei der Analyse nur die rechtliche oder regulatorische Mindestüberdeckung an.

Nachdem die Ausfallwahrscheinlichkeit für die Covered Bonds auf Basis der IDR des Finanzinstituts, des passenden Discontinuity Factors und dem Ergebnis der Cash-Flow-Simulation bestimmt wurde, analysiert Fitch den Einfluss von Recoveries im verbleibenden Deckungsstock, sollten die Covered Bonds ausfallen. Zu einem Ausfall der Covered Bonds – im Anschluss an den Ausfall des emittierenden Finanzinstituts – könnte es kommen, wenn der Wert des Deckungsstockes unter den Nominalbetrag der ausstehenden Covered Bonds fiel.

Im Einklang zu Fitchs Methodologie für Recovery Ratings (siehe Tabelle), gibt es die Möglichkeit – im Vergleich zum Rating, welches sich aus der Ausfallwahrscheinlichkeit ergäbe –, ein höheres oder niedriges Rating zu erteilen. Die jeweilige Einstufung ergibt sich aus den erwarteten Recovery-Annahmen. Im Falle eines Defaults der Covered Bonds, werden die zu erwartenden Recoveries aus dem Pool definiert als der Barwert der künftigen Cash-Flows in einem Stress-Szenario, das dem angestrebten Rating (nach der eventuellen Einfügung der Notches aufgrund der Recoveries) entspricht.

Tendenziell besser: Public Sector Covered Bonds

Der große Vorteil des Discontinuity Factors liegt in der Klarheit der Aussage, inwieweit das Rating von Covered Bonds ceteris paribus von der Ratingherabstufung der Kreditwürdigkeit des Emittenten betroffen sein wird. Die Spannweite der bisher errechneten Discontinuity Factors für deutsche Emittenten würde es einem Nicht-Investment-Grade eingestuftem Institut praktisch unmöglich machen, ein „AAA“ für die Pfandbriefe zu erhalten – unabhängig von der bereitgestellten Überdeckung.

Generell schneiden Mortgage Covered Bonds beim Discontinuity Factor weniger günstig ab als Public Sector Covered Bonds. Diese Titel profitieren davon, dass die Deckungswerte in der Regel liquider und einfacher zu verwalten sind. Die meisten von Fitch gerateten Covered Bonds dürften von den Recovery-Annahmen profitieren, sollten sie nicht unabhängig davon schon das „AAA“ auf Basis der Ausfallwahrscheinlichkeiten erhalten haben. Nach der Verabschiedung der neuen Methodologie wird Fitch mit der graduellen Umsetzung beginnen und mit den Emittenten mit den niedrigsten Ratings starten.