

Pfandbrief und Pfandbriefbanken

Fitch Ratings Covered-Bond-Analyse

Michael Hölter

Den Schwerpunkt seiner Ratinganalyse für Covered Bonds legt Fitch auf die Frage, wie die Forderungen der Covered-Bond-Gläubiger bei Insolvenz des Emittenten fristgerecht und in voller Höhe bedient werden können.

Entsprechend viel Beachtung schenkt der Autor der Überdeckung. So hatte auch diese Ratingagentur erfolgreich gefordert, dass Emittenten schon 180 Tage vor Fälligkeit ihrer Pfandbriefe ausreichend Liquidität zu deren Bedienung vorhalten müssen. Dagegen steht – zum Bedauern so mancher Pfandbriefbank – die Qualität des Deckungsstocks in der Analyse erst an zweiter Stelle. (Red.)

Die von Fitch vergebenen Ratings für Covered Bonds zielen hauptsächlich auf die Ausfallwahrscheinlichkeit der Schuldverschreibung ab, beziehen aber auch Erwartungen zur Erlösquote nach Ausfall mit ein. Fitch definiert dabei „Ausfall“ als Zeitpunkt, zu dem unter dem Wertpapier geschuldete und fällige Zahlungen nicht oder nur teils geleistet werden.

Fitch ist der Ansicht, dass Covered Bonds – unter bestimmten Voraussetzungen – die Insolvenz des emittierenden/garantierenden Kreditinstituts ohne Zahlungsstörungen überstehen können. Das Instrument Covered Bond kann so ein Ausfallwahrscheinlichkeitsrating (Probability of Default – kurz PD-Rating) erreichen, das über dem des Emittenten (das Emittenten(ausfall)rating oder „Issuer Default Rating“/IDR) liegt. Zusätzlich kann das Rating der Schuldverschreibung über dem PD-Rating liegen, um beim Vorliegen ausreichender Masse die im Vergleich zur unbesicherten Schuldverschreibung besseren Erlöserwartungen für die Overed-Bond-Investoren zu berücksichtigen. Fitchs Analyse eines Covered Bond umfasst folgende Stufen:

- **Diskontinuität:** Analyse des Risikos, dass fällige Zahlungen auf die Covered Bonds als direkte Folge des Ausfalls des Kreditinstituts nicht geleistet werden. Die Agentur drückt ihre Einschätzung der Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieses Ereignisses durch den sogenannten Diskontinuitätsfaktor (discontinuity factor/D-Faktor) aus. D-Faktoren reichen von null Prozent (perfekte Zahlungsfortsetzung) bis zu 100 Prozent (Gleichsetzung Ausfallwahrscheinlichkeit des Covered Bond mit der des Emittenten).

- **Zahlungsströme:** Analyse der Zahlungsströme sowie der Werthaltigkeit der den Investoren zustehenden Sicherheiten unter Berücksichtigung bestehender oder zugesicherter Überdeckungsquoten. Den Ausfall des Emittenten oder Garantiegebers unterstellt, analysiert Fitch, ob die Zahlungsströme der Vermögenswerte ausreichend sind, um die unter den Covered Bonds fälligen Zahlungen zu bedienen.

- **Erlösquote:** Nach der Festsetzung des maximal erzielbaren Ratings auf Basis der Ausfallwahrscheinlichkeit werden zusätzlich die erwarteten Erlösquoten in den jeweiligen Simulationsläufen berechnet. Hierbei werden Ratingszenarien getestet, die über dem Niveau des PD-Ratings liegen. In Abhängigkeit der Erlösquoten kann das Rating der Covered Bonds bis zu zwei (oder drei) Stufen über dem PD-Rating liegen, je nachdem, ob das PD-Rating im Investment Grade-Bereich liegt („BBB minus“ und besser) oder nicht.

Diskontinuität

Ein wesentliches Merkmal von Covered Bonds ist die Verpflichtung des emittierenden oder garantierenden Instituts zur Begleichung fälliger Zahlungen. Daher kann das PD-Rating des Covered Bond nicht unter das IDR des Instituts fallen.

Der Autor

Michael Hölter ist Senior Director und Teamleiter der Analyse von Covered Bonds bei Fitch Ratings in Frankfurt am Main.

Für den Fall der Insolvenz des Instituts unterstellt Fitch, dass die Zahlungen der Covered Bonds ausschließlich durch die Zahlungsströme der Vermögenswerte im Deckungsstock aufrechterhalten werden können. Während oder nach der Insolvenz können systematische, deckungsstock- sowie bankspezifische Risiken schlagend werden. Der D-Faktor als Risikokennzahl ergibt sich als gewichteter Wert aus den in vier Bereiche unterteilten Analyseergebnissen.

1) **Abtrennung des Deckungsstocks (45 Prozent):** Im ersten Bereich analysiert Fitch, ob Forderungen und Verbindlichkeiten des Deckungsstocks von denen des insolventen Instituts getrennt sind. Hierbei spielt nicht nur die Aussonderung der Forderungen eine Rolle, sondern auch Aspekte wie Insolvenzfestigkeit der Überbesicherung, Aufrechnungs- oder Vermischungsriskien sowie insolvenzfesten Übertragung von in ausländischen Jurisdiktionen gelegenen Vermögensgegenständen.

2) **Liquiditätsrisiko (35 Prozent):** Inkongruenzen zwischen den Covered-Bond-Verbindlichkeiten und den erwarteten Einnahmen aus Vermögenswerten sind die Regel. Das deutsche Pfandbriefgesetz schreibt vor, Liquiditätslücken der jeweils kommenden 180 Tage durch Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand oder zentralbankfähige Forderungen abzudecken. Es ist allerdings fraglich, ob der Sachwalter direkten Zugriff auf das Euro-Refinanzierungssystem hat. Hierfür gibt es weder eine abschließende Klarstellung der Europäischen Zentralbank noch Präzedenzfälle. Entsprechend bliebe dem Sachwalter nur übrig, Vermögensgegenstände des Deckungsstocks zu veräußern oder die Vermögensgegenstände für Repo-Transaktionen mit anderen Banken zu nutzen.

Um das Liquiditätsrisiko zwischen einzelnen Covered-Bond-Programmen zu vergleichen, schätzt Fitch die Zeit, die eine Veräußerung der Vermögensgegenstände während einer Krise in Anspruch nehmen würde. Die Zeit wird ins Verhältnis gesetzt zur vorgesehenen Zeit. Ein niedriges Verhältnis unterstützt so eine positive, ein hohes eine negative Abgrenzung zu anderen Programmen.

Ad 3) **Alternatives Deckungsstockmanagement (15 Prozent):** Eine funktionierende Verwaltung und Beitreibung der Forderungen sowie Entscheidungsinstanzen für eventuelle Verkäufe sind Voraussetzung für eine Zahlungsweiterführung der Covered Bonds. Es wird

untersucht, ob die existierenden Prozesse auch von einer Drittpartei übernommen werden und welche Probleme dann entstehen könnten.

4) Rolle der Aufsicht (fünf Prozent): Beaufsichtigende Behörden können vorbeugende Maßnahmen ergreifen oder dem Emittenten bestimmte, den Investor benachteiligende Aktionen unterbinden. Entsprechend kann dies zur positiven Abgrenzung führen. Hierunter fallen in keinem Fall Stützungsmaßnahmen, die die Institute insgesamt betreffen, da die bereits im Bank-IDR erfasst sind.

Analyse der Deckungswerte und Zahlungsströme

Steht das maximal erzielbare PD-Rating fest, testet Fitch, ob die Zahlungsströme der Deckungswerte in ratingabhängigen Stressszenarien ausreichend sind, um die unter den Covered Bonds fälligen Zahlungen zu bedienen. Wesentliche Einflussfaktoren sind:

- existierende Inkongruenzen der Fälligkeiten zwischen Aktiv- und Passivseite,
- Rückstands- und Ausfallraten der risikobehafteten Forderungen sowie erwartete Verwertungserlöse,
- vorzeitige Ablösungen/Rückzahlungen,
- Zins- und Währungsschwankungen bei entsprechenden offenen Positionen zwischen der Aktiv- und Passivseite,
- Kaufpreisabschläge für den Fall, dass Vermögenswerte verwertet werden müssen,
- Einlagezinsen auf Liquiditätsüberschüsse.

Die Höhe der Stressausprägung ist abhängig von der getesteten Ratingstufe. Je niedriger das Rating, umso geringer die unterstellte Volatilität der Risikovariablen.

Die vorhandene oder zugesicherte Überdeckung bildet den einzigen Schutz der Covered-Bond-Investoren gegen Risiken, die nach einem Ausfall des Emittenten auftreten können. Während das deutsche Pfandbriefgesetz eine barwertige Überdeckung von mindestens zwei Prozent vorsieht, ist dies meist in hohen Rating-Szenarien (das heißt im ‚A‘-Bereich von ‚A-‘ bis ‚AAA‘) nicht ausreichend, um einen Ausfall abzuwenden. Oft überstei-

Abbildung 1: Drei Schritte zum Covered-Bond-Rating von Fitch

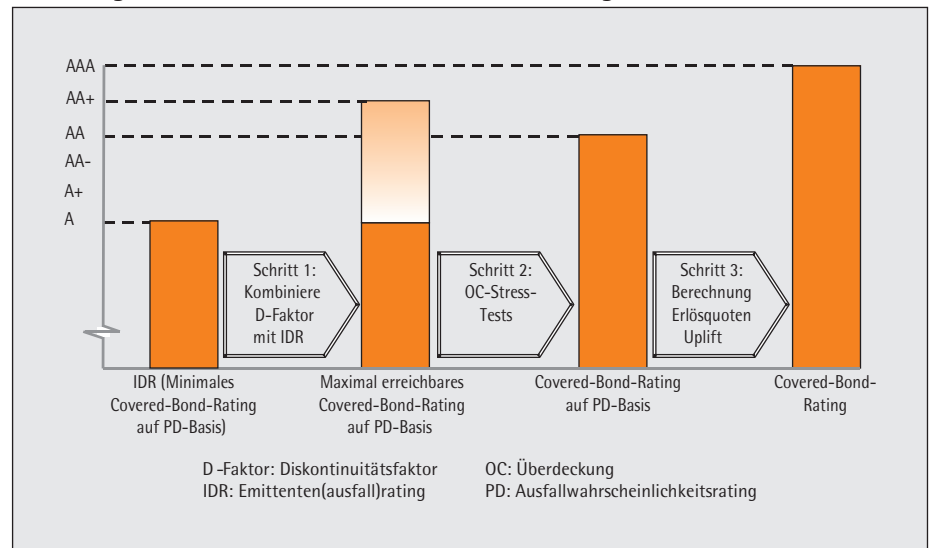


Abbildung 2: Maximales Ausfallwahrscheinlichkeitsrating

IDR	D-Faktor 100%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	15%	10%	5%	0%
AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
AA	AA	AA+	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
AA-	AA-	AA	AA	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
A+	A+	AA-	AA-	AA-	AA	AA	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA
A	A	A+	AA-	AA-	AA	AA	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA
A-	A-	A	A+	A+	AA-	AA-	AA	AA+	AA+	AAA	AAA
BBB+	BBB+	A-	A	A+	A+	AA-	AA	AA	AA+	AAA	AAA
BBB	BBB	BBB+	BBB+	A-	A	A+	AA-	AA-	AA	AA+	AAA
BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB+	A	A+	AA-	AA	AAA
BB+	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB+	A-	A	AA-	AAA
BB	BB	BB+	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB+	A-	AA-	AAA
BB-	BB-	BB	BB	BB+	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB+	A	AAA
B+	B+	BB-	BB	BB	BB+	BB+	BBB-	BBB	BBB	A-	AAA
B	B	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB	BBB+	AAA
B-	B-	B	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-	BBB+	AAA
CCC+/CCC	CCC+/CCC	B-	B	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB	AAA

Abbildung 3: Berücksichtigung von Erlösquoten

Erlösquoten Rating	Erlösquoten Einschätzung	Erlösquote (in Prozent)	Maximale Anhebung	
			Investment Grade	Non-investment Grade
RR1	Hervorragend	91 - 100	+ 2	+ 3
RR2	Überdurchschnittlich	71 - 90	+ 1	+ 2
RR3	Gut	51 - 70	+ 1	+ 1
RR4	Durchschnittlich	31 - 50	-	-
RR5	Unterdurchschnittlich	11 - 30	- 1	- 1
RR6	Schlecht	0 - 10	- 1/- 2	- 2/- 3

Quelle für alle Abbildungen: Fitch

gen die vorhandenen Überdeckungen die gesetzlichen Anforderungen. Fitch berücksichtigt die niedrigste Quote in den vergangenen zwölf Monaten, solange der Emittent ein Kurzfrustrating von mindestens „F2“ hat.

Sollte die Überdeckung für das getestete Ratingszenario nicht ausreichen, werden solange niedrigere Ratingstufen getestet, bis das Ergebnis positiv ausfällt. Daraus ergibt sich das maximale PD-Rating des CB.

Erlösquote


In limitiertem Umfang berücksichtigt Fitch die potenziell hohen Erlösquoten nach dem Ausfall des Covered Bond. Hierbei beschränkt sich die Analyse auf die in Deckung befindlichen Vermögens-

gegenstände. Eine detaillierte Analyse der Außerdeckungsanteile sowie der Ablauf des Insolvenzverfahrens lassen sich nicht mit ausreichender Gewissheit vorhersagen.

Das Ratinguniversum für Covered Bonds bei Fitch

Die Agentur testet Szenarien über dem PD-Rating und setzt den Barwert eingehender Zahlungen ins Verhältnis zum Barwert aller Verbindlichkeiten. Die entsprechende Erlösquote bestimmt, um wie viele Stufen das Covered Bond Rating vom PD-Rating abweichen kann.

Ende Mai 2010 analysierte Fitch weltweit 110 Covered-Bond-Programme. Covered Bonds aus 98 Programmen haben ein

„AAA“; die Mehrheit davon hatten ein „AA plus“ oder „AA“ PD-Rating. Der durchschnittliche D-Faktor aller 84 hypothekarisch besicherter Programme lag bei 21,8 Prozent, bei den 26 durch Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand gedeckten Programmen lag er bei 10,8 Prozent. 

Die von Fitch für die Einstufung von Covered Bonds verwendete Methodologie (Rating Criteria) ist auf der Website www.fitchratings.com verfügbar:
 Covered Bonds Rating Criteria (18. Dezember 2009)
 Assessment of Liquidity Risks in Covered Bonds (2. März 2010)
 Criteria for the analysis of covered bonds secured by commercial real estate loans (5. Mai 2010)