

Rating kurz notiert

Fitch finalisiert neue Methode

Bereits Ende Mai dieses Jahres hatte Fitch Ratings angekündigt, seinen Ratingansatz zur Bewertung von Covered Bonds zu überarbeiten. Daraufhin wurde ein entsprechender Entwurf der Covered-Bond-Gemeinschaft sechs Wochen lang zur Diskussion gestellt. Nach Prüfung der Vorschläge wurde jetzt die finale Fassung vorgestellt. Demnach ist die wichtigste Änderung, dass künftig auf die Berechnung des Diskontinuitätsfaktors (D-Factor) verzichtet wird. Ersetzt wird diese Ratingkomponente durch sogenannte Discontinuity-Caps (D-Caps). Die neue Kennziffer setzt sich aus verschiedenen Komponenten zusammen. Dazu zählen Asset Segregation, Liquidity Gap, Systemic Risk, Systemic Alternative Management, Cover Pool Specific Alternative Management und Privileged Derivatives. Bei der

Aggregation bekommt die Komponente mit dem höchsten Einzelrisiko auch das größte Gewicht für die Bewertung.

Geändert wurde dabei auch die Einstufungssystematik. Während die D-Faktoren mittels eines gewichteten Ansatzes berechnet und als Prozentwert angegeben wurden, liegt den D-Caps eine achtstufige Skala zugrunde, die relativ starr ist. Demnach wird die Bestnote „8“ ausschließlich für Programme vergeben, bei denen einerseits keine Liquiditätsslücken zwischen den Zahlungsströmen aus dem Deckungspool und denen der Covered Bonds bestehen – also sogenannte Pass-through-Strukturen. Andererseits müssen die Zinszahlungen für die nächsten drei Monate gedeckt sein. Übliche Covered-Bond-Programme werden dagegen in die Notenskala „1“ bis „6“ eingeordnet (Wert 7 ist nicht vergeben), wobei die „1“ für ein sehr hohes und die „6“ für ein sehr geringes Diskontinuitätsrisiko stehen.

Dagegen zeigt der Wert „0“ an, wenn ein Ausfall des Emittenten unmittelbar auch den Ausfall der von ihm aufgelegten Covered Bonds zur Folge hat. Fitch hat bereits angekündigt, Covered-Bond-Programme, die mit Hypotheken besichert sind, mit einem D-Cap von „4“ zu versehen. Folglich muss ein Emittent mindestens ein Ausfallrating von „A minus“ vorweisen, um für seine Covered Bonds die bestmögliche Bonitätseinschätzung von „AAA“ erhalten zu können.

Die Neuerungen in der Fitch-Methodologie sind nicht unumstritten. Vor allem Analysten und Investoren beklagen, dass durch die neue Skalierung ein Vergleich zwischen den Covered-Bond-Programmen eher erschwert als erleichtert wird. Bemängelt wird die Aggregation auf eine nur noch achtstufige Skala. Kritisch wird auch gesehen, dass das Rating des Landes, in dem der Emittent beheimatet ist, künftig eine größere Rolle spielen wird. Red.

Neues vom Pfandbrief

Neue Hoffnung für die Euro-Peripherie

Es kommt wohl nicht alle Tage vor, dass die Welt gebannt nach Karlsruhe blickt. Spürbar war die Erleichterung an den Kapitalmärkten, nachdem das Bundesverfassungsgericht am 12. September den Euro-Rettungsschirm ESM als im Wesentlichen mit dem Grundgesetz vereinbar erklärte. Als Reaktion darauf engten sich am Sekundärmarkt die Spreads von Covered Bonds aus den Peripheriestaaten der Eurozone deutlich ein, wie Analysten konstatierten. Dagegen verzeichneten Titel aus den Kernmärkten eine leichte Spread-Ausweitung – wenn auch auf niedrigem Niveau.

Auch der Primärmarkt war durchaus lebhaft, weil einige Adressen aus den Peripherieländern der Eurozone zurückkehrten. Von der **Banco Español de Crédito (Banesto)** wurde eine fünfjährige, hypothekarisch besicherte Cédulas mit einem Kupon von 4,75 Prozent angeboten, die bei 395 Basispunkten über Swap-Mitte von Investoren gezeichnet wurde. Auch die spanische **Banco Sabadell** setzte einen mit Immobilienfinanzierungen unterlegten Bond ab. Die dabei

für lediglich zwei Jahre eingesammelten 500 Millionen Euro sind mit 4,25 Prozent verzinst. Vermarktet wurde das Papier mit 375 Basispunkten über Swap-Mitte. Mit einem Spread von 245 Basispunkten über Swap-Mitte gelang es zudem der italienischen **Intesa Sanpaolo** einen siebenjährigen Covered Bond im Markt unterzubringen und damit eine Milliarde Euro einzusammeln.

Aus Österreich emittierte zum einen die **Bawag P.S.K.** eine mit Hypotheken gedeckte Fundierte Schuldverschreibung mit einem Volumen von 500 Millionen Euro, die für die Laufzeit von sieben Jahren mit 1,875 Prozent verzinst ist. Bei 55 Basispunkten über Swap-Mitte kam das Papier schließlich in den Markt. Zum anderen platzierte die **Hypo Noe** einen siebenjährigen Öffentlichen Pfandbrief ebenfalls in Höhe von 500 Millionen Euro, ausgestattet mit einem Kupon von 1,625 Prozent zu 32 Basispunkten über Swap-Mitte.

Mit Krediten an öffentliche Schuldner besichert ist die jüngste Obligation Foncière von **Crédit Agricole PS SCF** gewesen. Insgesamt eine Milliarde Euro sammelte die französische Bank für sieben Jahre ein, auf die sie eine Verzin-

sung von 1,875 Prozent zahlt. Abgesetzt wurde das Papier zu 50 Basispunkten über Swap-Mitte. Zu ähnlichen Konditionen fand auch die **Axa Bank Europe SCF** Abnehmer für ihre hypothekarisch besicherte Obligation Foncière im Volumen von 500 Millionen Euro. Auch dieser Bond hat eine Laufzeit bis 2019 und ist mit 1,875 Prozent verzinst. Die Platzierung erfolgte zu 52 Basispunkten über Swap-Mitte. Ebenfalls aus Frankreich kam die **Banques Populaires Caisses d'Epargne (BPCE SFH)** mit einer Emission im Jumbo-Format an den Markt. Die eine Milliarde Euro große Obligation à l'Habitat ist mit wohnwirtschaftlichen Darlehen besichert und wird in fünfjährig fällig. Aufgrund der großen Nachfrage nach dem Papier erfolgte die Platzierung mit 40 Basispunkten über Swap-Mitte am unteren Ende des offerierten Spread-Korridors.

Einen 750 Millionen Euro schweren Covered Bond setzte derweil die neuseeländische **ANZ National** ab. Die bis Oktober 2017 laufende und hypothekarisch besicherte Schuldverschreibung mit einem Kupon von 1,375 Prozent wurde zum Preis von 43 Basispunkten über Swap-Mitte von den Investoren gezeichnet. L.H.