

Covered Bonds versus RMBS

ABS wird oft als Auslöser der Finanzkrise angesehen, die ihren Anfang mit der US-Subprime-Krise hatte. In den USA wurde in 2006/2007 ersichtlich, dass in Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) schlechte Kreditvergabe adverse Portfolio Performance nach sich ziehen würde. Diese adverse Performance in US RMBS setzte eine Kettenreaktion in Gang, da viele Investoren in US RMBS selbst „gehebelt“ waren, zum Beispiel ABS CDOs oder SIVs. Es stellte sich auch heraus, dass durch ABS CDOs und SIVs das meiste Kreditrisiko der zugrunde liegenden Kredite den Bankensektor nie verlassen hatte, sondern innerhalb des Sektors verteilt wurde.

Letztendlich mussten Zentralbanken und Regierungen weltweit einige der Investoren in US RMBS, ABS CDOs oder die Sponsoren von SIVs retten. Diese Kettenreaktion führte zu der Bestrebung, ABS in Zukunft besser zu regulieren und transparenter zu machen. Häufig wurde hierbei allerdings undifferenziert von der US-Subprime RMBS Performance auch auf die europäischen ABS geschlossen. Hierdurch wurden auch europäische RMBS negativ behandelt, obwohl deren Performance auch während der jahrelangen Finanz- und Wirtschaftskrise relativ gut war. Gleichzeitig werden Covered Bonds regulatorisch bevorteilt.

Gemeinsamkeiten und Unterschiede

Bevor die regulatorische Behandlung der beiden Produkte gegenübergestellt wird, werden zunächst einmal die Gemeinsamkeiten sowie die Unterschiede von europäischen Covered Bonds und RMBS skizziert. Da beiden Produkten Immobilienkredite zugrunde liegen, werden sie häufig miteinander verglichen. Allerdings gibt es einen großen Unterschied: Der Emittent eines Covered Bonds ist in den meisten Fällen eine Bank, sodass der Rückgriff auf und die

Qualität des Deckungsstocks nur relevant wird, wenn die Bank die Emission nicht bedienen kann. Die Rückzahlung von RMBS hängt zunächst von der Qualität des Portfolios ab. Im Falle einer schlechten Performance des Portfolios kann der Sponsor die Transaktion unterstützen, ist aber nicht dazu verpflichtet. Sobald man sich in der Analyse von Covered Bonds und RMBS auf den Deckungsstock beziehungsweise verbrieftes Portfolio fokussiert, ist ein Vergleichsmerkmal, um die Werthaltigkeit der Sicherheiten zu ermitteln, der durchschnittliche Beleihungsauslauf der Kredite.

Die zweite Komponente der Besicherung stellt bei Covered Bonds der Übersicherungsgrad dar, welche sich durch eine Überdeckung von Kreditsicherheiten gegenüber den begebenen Covered Bonds ergibt (sogenannte Overcollateralisation). Bei RMBS hingegen wird durch die Tranchierung eine zusätzliche Besicherung in Form der Nachrangtranchen (sogenannte

Subordination) erzeugt. Trotz des dargestellten ähnlichen Risikoprofils weisen die beiden Produkte die strukturellen Unterschiede auf (Übersicht).

Transparenz von Covered Bonds und ABS

Aufgrund der SPV-Struktur bei RMBS ist die jeweilige Poolqualität für Investoren von höherer Bedeutung als bei Covered Bonds. Bei der Analyse eines Covered Bond steht derzeit insbesondere der Emittent im Vordergrund. Dies erklärt auch die tendenziell bessere Transparenz bei RMBS gegenüber Covered Bonds. Grundsätzlich ist auch innerhalb von Covered Bonds sowie RMBS eine sehr hohe Heterogenität bei der Transparenz zu konstatieren.

Bereits innerhalb der Covered Bonds gibt es erhebliche Unterschiede, zum Beispiel zwischen deutschen Pfandbriefen und spanischen Cédulas. Der vdp veröffentlicht auf seiner Webseite aggregierte Informationen über die Deckungsstöcke der Emittenten von deutschen Pfandbriefen. So wird die Art der Kredite, Land, Gewichtung und Aktualität der Daten sehr übersichtlich dargestellt. Bei spanischen Cédulas hingegen ist die Informationslage sehr dürftig. Speziell die Aktualität der Daten inklusive der Immobilienwerte ist unklar, was aber wiederum für eine (theoretische) Ermittlung der Recovery des Cédulas im Falle einer möglichen Verwertung essenziell ist.

Man könnte argumentieren, dass die Informationen über den Deckungsstock eines Covered Bonds weniger relevant sind als bei ABS. Dies stimmt bis zu dem Zeitpunkt des Ausfalls oder Abwicklung der begebenden Bank. Die Frage nach der Recovery beginnt allerdings schon vorher mit dem Abrutschen der Preise, sprich ab dem Zeitpunkt, ab welchem die Bank und auch der Covered

Christian Aufsatz, Barclays Capital, Barclays Bank PLC, Achim Tenschert, Dekalinvest DekaBank Deutsche Girozentrale, beide Frankfurt am Main, und Thomas Bayerl, Senior Portfolio Manager, MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH, München

Dass ABS mit ihrem schlechten Image als Auslöser der Finanzkrise zu kämpfen haben, wirft sie aus Sicht der Autoren seitens der Politik und der Regulatoren zu Unrecht bis heute gegenüber Covered Bonds zurück. Viel zu wenig sehen sie jedenfalls die unterschiedlichen Marktbedingungen und Qualitätskriterien berücksichtigt. Bei einer tragfähigen Lösung der europäischen Schuldenkrise messen sie im Zuge der Normalisierung der Marktsituation sowohl bei Covered Bonds als auch bei RMBS der Analyse des Emittenten einen maßgeblichen Einfluss bei. (Red.)

Übersicht: Strukturelle Unterschiede zwischen Covered Bonds und ABS/RMBS

	Covered Bonds	ABS/RMBS
Erfassung der Kredite	Bilanz des Emittenten bei rechtlicher Separierung (sogenanntes Ringfencing)	Transfer an eine Einzeckgesellschaft (SPV)
Rückgriff auf Emittenten/Sponsor	In der Regel rechtlicher Rückgriffanspruch gegenüber Emittenten, sofern die Kredite des Covered Pools nicht zur Bedienung der Forderungen ausreichen	Keine rechtliche Rückgriffsmöglichkeit gegenüber des Sponsors der RMBS
Collateral Pool	Dynamischer Pool (kontinuierlicher Austausch von leistungsgestörten Krediten)	In der Regel statischer Pool
Rückzahlungsstruktur	Typischerweise endfälliger Bond	In der Regel sukzessive tilgender Bond (optionales Kündigungsrecht möglich)
Verzinsung	Fester Kupon	Variabler Kupon

Bond „distressed“ handeln. Eine verlässliche Aussage über den Wert eines ABS und Covered Bonds (welcher nach Wegfall der Bank auch zum ABS wird) ist aber nur möglich, wenn die notwendigen Informationen über die Sicherheiten vorliegen.

Orientierung über die Qualität

Wie ist die Transparenz bei ABS, und hat sich diese im Laufe der Finanzkrise verbessert? In den meisten ABS-Teilmärkten waren die verfügbaren Informationen bereits vor Ausbruch der Finanzkrise (2008) gut und haben sich seitdem etwas verbessert.

Die beste Transparenz haben die „Klassiker“ des Marktes, zum Beispiel UK RMBS und Auto-ABS. Detaillierte Investor Reports zeigen deutlich die Entwicklung der jeweiligen Transaktion und des jeweiligen Marktes. Zahlreiche Tabellen mit der Entwicklung, etwa der Beleihungswerte, Zahlungsverzüge, Defaults ermöglichen eine genau Analyse und damit auch eine genaue Einschätzung des Risikos.

In Zukunft werden die letzten verbleibenden Lücken über den ABS-Pool dann durch die Kreditlevel Daten Initiative der EZB vollständig geschlossen. Allerdings sind auch bei RMBS negative Beispiele für eine suboptimale Transparenz anzuführen. Die aktuellen Investor Reports von spanischen und irischen RMBS weisen einen deutlich geringeren Informations- beziehungsweise Transparenzgrad als die britischen und deutschen Pendanten auf.

Insgesamt ist jedoch die Transparenz bei RMBS etwas höher als bei Covered Bonds einzuschätzen. Aus diesem Grund analysieren manche neuen Covered-Bond-Investoren auch die RMBS-Transaktionen des glei-

chen Emittenten, um in Ermangelung von Pooldaten zumindest eine Orientierung über die Qualität zu bekommen. Hier liegt es natürlich in der Hand der Covered-Bond-Investoren, mit mehr Nachdruck auf eine Verbesserung zu drängen, damit man relativ zeitnah die bereits jetzt distressed handelnden Covered Bonds analysieren kann.

Worst Case: Ausfall/Abwicklung eines Emittenten/Sponsors

Was im ABS-Bereich durchaus schon passiert und somit getestet wurde, ist der Ausfall eines Sponsors der Verbriefung (die kreditgebende Bank = Originator). Je nachdem wie der Originator in der ABS-Struktur verzahnt ist hat es schlimme oder weniger schlimme Folgen.

Als Beispiel ist die Transaktion Chapel 2007 anzuführen, eine Verbriefung von Konsumentenkrediten und Nachranghypotheken in den Niederlanden. Der Originator, die DSB Bank, welche zugleich die Rolle des Servicers ausfüllte, hat im Oktober 2009 Insolvenz angemeldet. In der darauffolgenden Berichtsperiode stiegen die Zahlungsverzüge im Bereich 30 Tage und mehr von vier Prozent auf 17 Prozent, da nach Insolvenz der Bank einige die Schuldner der DSB Bank ihre Zahlungen stoppten. Danach haben sich die Zahlungsverzüge allerdings wieder normalisiert. So stehen diese jetzt bei zirka sieben Prozent. Trotz der kurzen Störung der Zahlungen seitens der Schuldner gab es keine Zahlungsstörung bei den emittierten Notes der Verbriefung.

Dank der Struktur war genügend Puffer (Reservefonds oder Subordination) eingebaut, um diverse mögliche Probleme abzufedern. Des Weiteren wurde durch den Ausfall der DSB Bank die vorzeitige Til-

gung der Verbriefung eingeleitet, woraufhin die oberste Tranche sofort anfang zu tilgen und voraussichtlich bis Januar/April 2013 vollständig zurückgezahlt sein wird. Somit ist dieser Fall auch ein sehr gutes Beispiel dafür, dass Verbriefungen funktionieren und den (Senior-)Investor vor Verlusten schützen.

Noch kein Beispiel aus dem Covered-Bond-Bereich

Im Covered-Bond-Bereich, da es noch nie ernsthaft getestet wurde, ist es nicht völlig klar was in der Praxis passieren würde, wenn der Emittent ausfiel. Zwar sind in der Vergangenheit Deckungstöcke und ausstehende Emissionen an einen neuen Emittenten übertragen worden, aber es stellt sich die Frage, was passiert, wenn eine solche Lösung nicht umsetzbar ist. In diesem Falle ist die grundsätzliche Idee, dass der Deckungsstock separiert wird und die Covered Bonds wie bei einer ABS-Transaktion aus dem Portfolio heraus zurückbezahlt werden.

Allerdings gibt es hier sehr viele Feinheiten zu beachten, welche dieses Bild komplett zum Guten oder zum Schlechten ändern können. Zum einen ist in Covered Bonds der Emittent immer der Servicer und meistens auch der sogenannte Swap Counterpart, welcher die Zahlungen der Kredite auf einen Zeitpunkt bündelt, um dann die Zahlungsansprüche (zum Beispiel Kupon) der Covered-Bond-Investoren zu bedienen. Somit besteht natürlich bei Abspaltung des Deckungsstocks das Risiko, dass durch einen Anstieg von Zahlungsverzügen oder das Fehlen des Swaps nicht genügend Geld zur Verfügung steht, um die Ansprüche der Investoren zu bedienen, was wiederum zu einer sofortigen Liquidierung des Deckungsstocks zu „distressed“ Preisen führen würde. Um die Werthaltigkeit des Portfolios in genau diesem Szenario analysieren zu können, sollte optimalerweise die Covered-Bond-Portfoliotransparenz der in ABS in nichts nachstehen. Auch Servicer- und Derivate Risiken könnten mit analogen Mechanismen zu ABS gemindert werden. Als Fazit bleibt festzuhalten, dass im Ernstfall (Ausfall des Emittenten/Sponsors) ABS-Strukturen besser vorbereitet zu sein scheinen.

Es stellt sich aber immer die Frage wie wahrscheinlich es ist, dass ein solcher Ernstfall eintritt. Covered Bonds haben auf vielen Märkten eine höhere Bedeutung für

die Beschaffung von Liquidität beziehungsweise für die Finanzierung von Krediten an die Realwirtschaft als ABS. Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass die jeweiligen Regierungen Covered Bonds „beschützen“, um die Stabilität des Marktes nicht zu gefährden. Allerdings hängt die Werthaltigkeit dieses Schutzes von der Kreditqualität des jeweiligen Landes ab. Dies erklärt, warum sich die Einschätzung des jeweiligen Staates eines Emittenten zum dominierenden fundamentalen Einflussfaktor eines Covered-Bond-Spreads entwickelt hat. Fraglich ist, ob eine bessere Portfoliotransparenz dies ändern würde, da momentan auch die ABS-Spreads in den betroffenen Märkten sehr stark von den korrespondierenden Länderspreads abhängen. Allerdings muss hier angemerkt werden, dass die ABS in diesen Ländern generell die weniger transparenten sind.

Im Zuge der aktuellen europäischen Staatsschuldenkrise hat sich die Einschätzung des jeweiligen Staates eines Emittenten zum

dominierenden fundamentalen Einflussfaktor eines Covered-Bond-Spreads entwickelt. Diese determiniert zirka 80 Prozent der Spreadbewegung eines Covered Bonds. Mit deutlichem Abstand folgt der Emittentenspread als Treiber; sowohl die jeweilige Covered-Bond-Rahmengesetzgebung eines Landes als auch die Qualität des Portfolios spielt derzeit nur eine untergeordnete Bedeutung. In Analogie hierzu werden auch die Spreads von RMBS derzeit stark von den korrespondierenden Länderspreads bestimmt.

Einflussfaktoren in „normalen“ Marktphasen und der momentanen Krise

Allerdings wird bei einer zukünftigen Normalisierung der Marktsituation, das heißt einer nachhaltigen Lösung der europäischen Schuldenkrise, sowohl bei Covered Bonds als auch bei RMBS wieder die Analyse des Emittenten als maßgeblicher Einflussfaktor in den Vordergrund treten. Aufgrund des dualen Anspruches von Cov-

ered-Bond-Investoren ist die Korrelation von Emittenten Einschätzung und Covered Spread höher als bei RMBS. Bei der Poolqualität hingegen stellt sich die Situation konträr dar. Bei RMBS hat die Poolqualität einen deutlich stärkeren Einfluss auf die Spreads als bei Covered Bonds.

Im Zuge einer Normalisierung der Marktphase werden auch wieder die jeweiligen Rahmengesetzgebungen für Covered Bonds in den unterschiedlichen Ländern einen Spreadtreiber darstellen. Die länderspezifische Covered-Bond-Gesetzgebung regelt explizit, welche Darlehen als deckungsfähig deklariert werden. Außerdem wird festgelegt, ob eine unabhängige Kontrolle der Deckungsmasse zu erfolgen hat. Ferner werden gesetzliche Mindestüberdeckungsgrade sowie exakte Beleihungsgrenzen für die einzelnen Kreditarten definiert. Die nachfolgende exemplarische Gegenüberstellung der Rahmengesetzgebungen in Frankreich und Spanien unterstreicht die Heterogenität der länderspezifischen Gesetzesrahmen.

Während die französische Gesetzgebung nur eine Mindestüberdeckung von zwei Prozent vorsieht, muss die gesetzlich vorgeschriebene Überdeckung bei spanischen Cédulas mindestens 25 Prozent betragen. In Frankreich darf die Beleihungsgrenze für sämtliche Kredite 80 Prozent betragen. In Spanien hingegen liegt die maximale Beleihungsgrenze für Wohnhypotheken bei 60 Prozent und bei 80 Prozent für Gewerbehypotheken. Bei RMBS hingegen werden transaktionsspezifische Kriterien definiert, welche die Aufnahme in den Pool festlegen. Dies erklärt auch die höhere Bedeutung einer individuellen Poolanalyse bei der Einschätzung eines RMBS im Vergleich zu Covered Bonds.

Aktuelle und geplante Regulierung

Die vorausgehend dargestellten gleichen Spreadtreiber sowie das ähnliche Risikoprofil würde grundsätzlich eine zumindest vergleichbare regulatorische Behandlung von Covered Bonds und RMBS legitimieren. Allerdings werden auf Basis der aktuell geltenden beziehungsweise geplanten regulatorischen Vorschriften Covered Bonds deutlich besser gestellt als ABS. Die positive Einschätzung ist unter anderem darin begründet, dass bis dato noch kein Covered Bond ausgefallen ist und gedeckte Anleihen auch auf dem Höhepunkt der Finanzkrise noch emittiert werden konnten. In gewisser Hinsicht schaffen sich Politiker und Zentralbanken hier jedoch ihr eigene Realität: Einige Emittenten von Covered Bonds wurden in der Krise gerettet, sodass sich die Frage nach der Werthaltigkeit und Transparenz des Deckungsstock nie stellte. Außerdem hat die EZB Anfang 2009 ein Covered-Bond-Ankaufprogramm ins Leben gerufen, ohne dass Covered Bonds zu dieser Zeit voraussichtlich nicht platzierbar gewesen wäre. Neue ABS-Regulierung versucht den Markt in drei Punkten zu verbessern: Transparenz, Interessenkonflikte und die Eigenanalyse der Investoren.

Europäische Banken werden zukünftig durch CRR (CRD IV), die europäische Version von Basel III, reguliert. CRR regelt die

erforderte Eigenkapital-Unterlegung für Anlagen in ABS oder Covered Bonds. Die Risikogewichte haben sich für die meisten ABS und Covered Bonds seit der Krise nicht geändert, allerdings waren die im Risikogewichte im Standardansatz von jeher geringer für Covered Bonds als für ABS.

Benachteiligung von ABS

Seit 2011 müssen Bankinvestoren in ABS nachweisen können, dass sie das Produkt, die Kredite und deren Performance verstehen und beobachten, ansonsten droht eine höhere Eigenkapital-Unterlegung. In Covered Bonds entfällt eine solche Anforderung momentan, was sich allerdings in Zukunft ändern könnte. Die Eigenanalyse-Anforderung für ABS wurde eingeführt, da sich Investoren in der Meinung vieler zu sehr auf das Rating der ABS verlassen haben. Über die Eigenanalyse-Anforderung hinaus müssen Bankinvestoren in ABS darauf achten, dass der Vertrieber mindestens fünf Prozent des Risikos behält. Für Covered Bonds entfällt eine solche Anforderung, da der Deckungsstock beim Emittenten verbleibt.

Unter CRR werden Banken auch genügend liquide Aktiva vorhalten müssen, um Liquiditätsabflüsse verkraften zu können. In den momentanen Vorschlägen gelten Covered Bonds bis zu einem gewissen Grad als regulatorische Liquidität, ABS jedoch nicht. An dieser Stelle sei jedoch die „Prime Collateral Securities“ (PCS) Initiative erwähnt, die kürzlich ins Leben gerufen wurde und zukünftig ein Qualitätssiegel für ABS von Krediten mit realwirtschaftlichem Nutzen darstellen könnte. PCS zertifizierte ABS könnten teilweise als Liquidität anerkannt werden.

Auch Solvency II benachteiligt ABS. Solvency II wird regeln, wie viel EK Versicherungen und Pensionskassen vorhalten müssen. In den momentanen Vorschlägen werden Investoren zirka 8- bis 18-mal mehr Eigenkapital für ABS vorhalten müssen als für Covered Bonds mit gleichem Rating und gleicher Laufzeit. Der Grund

für die schlechte Behandlung von ABS scheint zu sein, dass die Anforderungen auf US-Subprime-Daten kalibriert wurden.

Für Bankinvestoren sind auch die Richtlinien für Zentralbank Repo-Geschäfte relevant. Die Bank of England hat vor der Krise keine ABS als Repo-Sicherheit akzeptiert, dies allerdings seitdem geändert. Sie unterscheidet nicht zwischen ABS und Covered Bonds und verlangt für beide, dass die zugrunde liegende Transaktionsdokumentation, Kreditlevel-Daten und ein Transaktions-Cash-Flow-Modell zur Verfügung gestellt wird. Auch die Minimumrating-Anforderung ist die gleiche für ABS und Covered Bonds: AAA bei Emission und mindestens A- über die Laufzeit. Der Abschlag auf den Wert der eingelieferten Papiere ist auch der gleiche (zwölf bis 24 Prozent).

Unterschiedliche Ratinganforderungen

Ganz anders die EZB: Sie hat ABS und Covered Bonds schon immer als Repo-Sicherheit akzeptiert, aber seit der Krise die Richtlinien für ABS verschärft. Die EZB favorisiert Covered Bonds: Das Minimum Rating für Covered Bonds ist BBB-. Für ABS ist es generell AAA bei Emission und A über die Laufzeit. Seit der letzten Änderung im Sommer 2012, unter gewissen anderen Anforderungen, sind allerdings auch A-geratete und BBB-geratete ABS repofähig. Diese Lockerung wurde wohl vorgenommen, weil in einigen Ländern keine AAA Ratings für ABS mehr möglich sind.

Die Favorisierung von Covered Bonds über ABS zeigt sich auch dadurch, dass für Covered Bonds mindestens ein und für ABS mindestens zwei Ratings verlangt werden. Bei Covered Bonds wird das bessere Rating und für ABS das schlechtere Rating berücksichtigt, falls zwei Ratings vorhanden sind. Auch die Wertabschläge sind höher für ABS. Der Abschlag für ABS ist 16 Prozent für A-geratete Wertpapiere und 26 Prozent/32 Prozent für BBB-geratete Instrumente. Im Vergleich: Der Abschlag für variable verzinsliche Jumbo Covered Bonds mit einem A-Rating und einer Laufzeit von drei bis fünf Jahren ist 3,5 Prozent.

Auch bei Transparenz-Anforderungen unterscheidet die EZB zwischen ABS und Covered Bonds. Für ABS, aber nicht für Covered Bonds, werden in der Zukunft Kreditlevel-Daten verlangt, die jedes Quartal aktualisiert werden müssen.

Besuchen Sie uns im Internet unter
www.kreditwesen.de