

KREDIT & RATING

PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ

BdRA Bundesverband der
Ratinganalysten und
Ratingadvisor e.V.

www.krp.ch

• The View behind the Rating

Independent Credit View stellt neuen Ansatz
zur Beurteilung und Überwachung von Pfandbriefen vor



Artikel aus KRP 4/2013
Rating

von Christian Fischer und Marc Meili

The View behind the Rating

Christian Fischer,
Marc Meili

Independent Credit View stellt neuen Ansatz zur Beurteilung und Überwachung von Pfandbriefen vor

Pfandbriefe genießen bei risikobewussten Investoren weiterhin ein hohes Ansehen und avancieren immer mehr zum sicheren Hafen unter den Anlagevehikeln. Das ist in erster Linie auf die Vorrangigkeit aufgrund des Deckungsstockes zurückzuführen, aber auch auf die Tatsache, dass es in der 200 jährigen Geschichte des Pfandbriefes nie zu einem Zahlungsausfall kam. Diese Beliebtheit zeigt sich in stürmischen Zeiten – auch bei Betrachtung der Risikoprämien, welche sich aktuell nahe den historischen Tiefstständen bewegen. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass durch das knappe Angebot ein klarer Nachfrageüberhang besteht.

Auf der einen Seite wirken sich die restriktivere Hypothekenvergabe und das LTRO Programm der EZB negativ auf die Emissionstätigkeit der Banken aus und auf der anderen Seite erfreuen sich sichere Anlagen noch immer einer großen Beliebtheit. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass Investoren die Sicherheit von Pfandbriefen als attraktive Alternative zu Staatsanleihen schätzen gelernt haben. Insbesondere in der Peripherie manifestiert sich dies im Verhältnis zu Staatsanleihen in tieferen oder sogar negativen Risikoaufschlägen für die jeweiligen Pfandbriefe.

PFANDBRIEF ≠ PFANDBRIEF. Trotz der vermeintlich hohen Sicherheit kam es, insbesondere aufgrund der hohen Korrelation vom Covered Bond Rating mit dem Länderrating sowie dem Emittentenrating, jüngst zu zahlreichen Herabstufungen seitens der offiziellen Agenturen. Dieser laufende Prozess der Heterogenisierung dürfte sich in Zukunft weiter fortsetzen und sich auch in steigenden Risikoprämien widerspiegeln, sobald der Nachfrageüberhang abgebaut worden ist.

Pfandbriefe stellen weiterhin ein wichtiges Refinanzierungstool von Banken dar. In immer mehr Ländern (zum Beispiel Neuseeland, Australien, Chile, Südkorea und Türkei), ohne langjähriger Tradition mit diesem Instrument, werden die Grundlagen für die Emission von Pfandbriefen geschaffen. Diese Vergrößerung des Marktes erlaubt zwar eine breitere Diversifikation, führt aber auf der anderen Seite zu mehr Komplexität und Intransparenz. Doch selbst innerhalb eines Rechtsrahmens sind die Covered Bonds nur bedingt vergleichbar. So schwankt der Anteil an tendenziell volatileren kommerziellen Liegenschaften in den Deckungsstöcken schon allein im deutschen Pfandbriefmarkt zwischen 0 und über 80 Prozent. Ein direkter Vergleich ist also nur eingeschränkt möglich. Aus diesem Grund verlangen Investitionen in Pfandbriefe nach einer vertieften Analyse, einem klaren

Verständnis der relevanten Differenzierungsmerkmale sowie der kontinuierlichen Überwachung der bonitätsrelevanten Parameter.

INVESTOREN WERDEN KRITISCHER UND ANSPRUCHSVOLLER.

Getrieben durch die Veränderungen im Pfandbriefmarkt kristallisierte sich auf der Investorenmehrheit ein immer größer werdendes Bedürfnis nach einem Analyseverfahren heraus, welches erlaubt, die Produkte objektiv zu bewerten und die Deckungsstöcke periodisch zu überprüfen. Vor allem versierte institutionelle Investoren setzen seit der Krise vermehrt auf unabhängige Institute, wie Independent Credit View (I-CV), welche sie bei Anlageentscheidungen mit Zweitmeinungen zu den offiziellen Ratingagenturen unterstützen. Durch strikte Einhaltung des Investor-Pay Geschäftsmodells – die großen Ratingagenturen werden im Gegensatz dazu von den Emittenten bezahlt – werden Interessenskonflikte vermieden und die Interessen gleichgeschaltet. Aus einer solchen fruchtbaren Zusammenarbeit mit einem grossen deutschen Vorsorgewerk entstand das im Anschluss beschriebene Analyse- und Überwachungsverfahren für Hypothekpfandbriefe.

In einem ersten Schritt wurden zahlreiche Datenquellen erschlossen und evaluiert. Es galt zu gewährleisten, dass die erforderlichen Daten in der erwünschten Qualität und Periodizität zur Verfügung stehen. Öffentlich zugängliche Datenquellen wie zum Beispiel der «Verband deutscher Pfandbriefbanken» und das Covered Bond Label stellen detaillierte Pooldaten zur Verfügung und leisten dabei einen wichtigen Beitrag zur Transparenz und Markteffizienz. Im zweiten Schritt wurde basierend auf diesen Daten ein Modell entwickelt. Dieser Prototyp wurde iterativ verfeinert und danach einem umfassenden Backtesting unterzogen. Das aktuelle Modell ist für hypothekenbesicherte Covered Bonds konzipiert und basiert dabei auf folgenden drei Säulen:

■ **1. Emittentenrating.** Als Grundlage für das Covered Bond Modell dient das bewährte Bankenmodell von I-CV. Dabei wird die jeweilige Bonitätseinschätzung der emittierenden Kreditinstitute als erster Inputfaktor genutzt. Das Modell hat es seit 2007 ermöglicht, die Ratingverschiebung von Bankeninstituten frühzeitig zu erkennen und die institutionelle Kundschaft entsprechend zu positionieren. Die daraus abgeleitete Bonitätseinstufung für das emittierende Institut fungiert als Ausgangspunkt für die nachgelagerte Analyse des Deckungsstocks und dient dabei als sogenannter Rating Floor für das Covered Bond Rating. Bei der Analyse werden Faktoren wie Strategie, Finanzierung, Volatilität, Risikovorsorge und Eigenkapital mitberücksichtigt und einem rigorosen Stresstest unterzogen.

■ **2. Analyse und Stresstest des Deckungsstocks.** Die zweite Säule umfasst die Analyse des Deckungsstocks. Dabei werden insbesondere das Liquiditätsrisiko und das Kreditrisiko des Deckungsstockes überprüft. Das Kreditrisiko wird dabei über die Parameter Loan to Value (LTV) und Non Performing Loans (NPL) sowie das Liquiditätsrisiko über die Laufzeitenkongruenz zwischen Pool und ausstehenden Anleihen definiert. Die Überdeckung, welche durch die Differenz zwischen Deckungsstockgröße und ausstehenden Anleihen berechnet wird, dient dabei als Sicherheitspuffer gegenüber diesen beiden Risiken. Im Unterschied zu Asset Backed Securities bleibt das Kreditrisiko beim Emittenten des Covered Bonds. Im Falle eines Ausfalls geht dieses jedoch über den Deckungsstock auf die Investoren über – um für diese Eventualität gerüstet zu sein, ob die aktuell vorhandene Überdeckung das Kredit- und Liquiditätsrisiko ausreichend aufzufangen vermag. Zu diesem Zweck wird der Deckungsstock verschiedenen Stressszenarien unterworfen. Ziel ist es dabei, die Widerstandsfähigkeit des Pools unter diversen Szenarien zu ermitteln.

Die resultierenden Stresswerte werden der vorhandenen Überdeckung gegenübergestellt. Aus diesem Prozess resultiert ein Scorewert, welcher die Absorptionsfähigkeit des Deckungsstocks widerspiegelt. Um die Nachhaltigkeit zu gewährleisten, werden in einem nächsten Schritt marktspezifische Faktoren einbezogen.

■ **3. Berücksichtigung marktspezifischer Daten.** Der dritte Baustein des Covered Bond Modells bildet eine vielschichtige Analyse länderspezifischer Marktdaten. Hierbei wird in vier Kategorien unterschieden. Der I-CV Immobilienindikator erlaubt in einem ersten Schritt die Einstufung des Immobilienmarktes des Landes, in welchem die Vermögenswerte des Deckungsstocks liegen. Je höher der Wert, desto grösser das Überhitzungsrisiko und somit die Volatilität der Sicherheiten. Gemäß dem selbstentwickelten I-CV Immobilienindikator hat beispielsweise der spanische Immobilienmarkt die Schwelle von moderaten zu starken Überhitzungstendenzen Mitte 2006 durchbrochen. Zwei Jahre später kam es dann tatsächlich zur Preiskorrektur. (vgl. Abbildung 1.1 und 1.2)

Der I-CV Immobilienindikator basiert dabei auf über 25 Faktoren, welche sich in makroökonomische (25 Prozent), spezifische und gemischte Faktoren (25 Prozent) und dem Häusermarkt (50 Prozent) unterscheiden lassen.

ABBILDUNG 1.1
Immobilienindikator Spanien

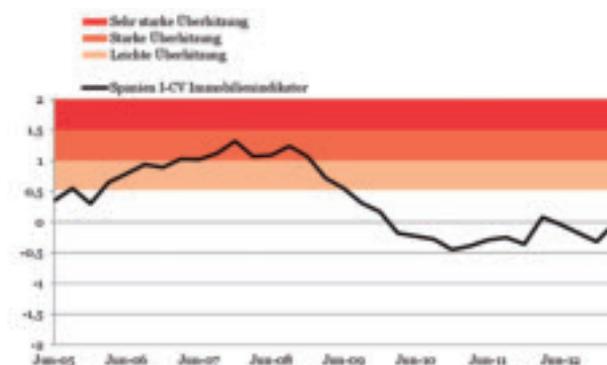
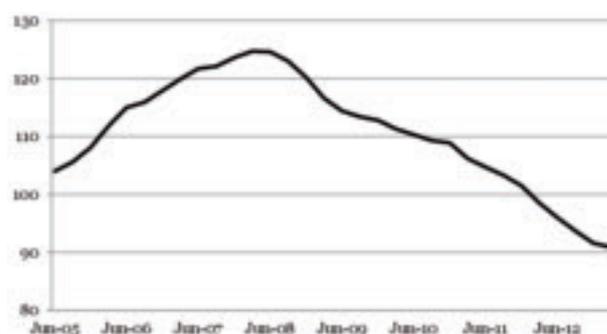


ABBILDUNG 1.2
Spanien Häuserpreise Index



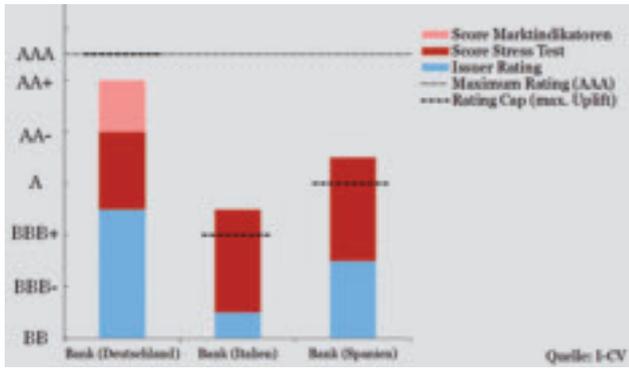
Ebenfalls ein hohes Gewicht in der Beurteilung der Marktfaktoren kommen den länderspezifischen rechtlichen Rahmenbedingungen zu. Hierbei werden über 50 Faktoren für jedes Legal Framework ausgewertet. Darunter fällt beispielsweise die Stärke der rechtlichen Bestimmungen über Faktoren wie gesetzliche Beleihungsgrenze sowie Zulassungskriterien für den Deckungsstock. Es werden aber auch qualitative Kriterien wie etwa die Abwicklung im Konkursfall mitberücksichtigt.

Des Weiteren fließt das I-CV-Länderrating in die Betrachtung ein. Dieses dient als Indikator für die Supportfähigkeit des Staates gegenüber dem Bankensektor, der für den Pfandbriefmarkt entscheidend ist.

Am untenstehenden Beispiel einer deutschen Bank ist der gesamte Ratingprozess ersichtlich. Die Bank besitzt demzufolge ein I-CV Issuer Rating von A-. Durch den Stresstest des relativ schwachen Deckungsstockes (Score = 3 Notches) und die Analyse der Marktindikatoren (2 Notches Bonus) ergibt sich abschließend ein Covered Bond Rating von AA+.

Anders sieht es in Italien und Spanien aus. Eine italienische Bank und eine spanische Bank besitzen beide relativ starke Deckungsstöcke. Durch den tieferen Score der Marktindikatoren ist der Uplift aktuell aber auf maximal 3 Notches beschränkt. Daraus resultiert für den Covered Bond aus Italien ein BBB+ und für den Covered Bond aus Spanien die Einstufung A. Diese Ratings weichen dabei markant von denjenigen der Ratingagenturen ab und zeigen unseres Erachtens vom Markt ungenügend reflektierte Chancen- und Risikopotentiale auf.

ABBILDUNG 2
Ratingbeispiele



UNTERSCHIEDLICHE ANSÄTZE. Besonders am Beispiel von spanischen Covered Bond Emittenten lässt sich der Unterschied zwischen dem Ansatz von I-CV und den Ratingagenturen ausmachen. Während die Ratingagenturen immer mehr dazu übergehen, ihre Beurteilungen auf das Länderrating abzustützen (Country Ceiling), ist das Covered Bond Rating von I-CV weniger starr aufgesetzt. Weiter wird auf den relative Value gegenüber dem Senior unsecured Bond geachtet. Unter Umständen kann es sinnvoll sein, vom ungesicherten Bond in den Covered Bond zu wechseln, falls die Risikoprämien-Differenz entsprechend tief ist.

Eine signifikante Beobachtung ist ein Ratingstau bei den Einstufungen der offiziellen Agenturen. So lässt sich bei für Investoren neuralgischen Schwellenwerten eine Ballung feststellen. In der Verteilung sind dabei konkret Häufungen bei AAA, A- und BBB-Ratings zu beobachten. Das bedeutet, dass die Ratingschritte nicht immer gleich groß sind. Zum Beispiel ist der Schritt von einem AAA zu einem AA+ nicht der gleiche wie derjenige von einem AA+ zu einem AA. Diese ungleiche Verteilung widerspiegelt sich auch in den Variablen, welche die Poolqualität beschreiben sollen. So steigen gewisse Scores, die von den offiziellen Ratingagenturen veröffentlicht werden, von A- bis BBB- an. Das weist auf die erwartete Verschlechterung der Poolqualität hin. Schwer zu erklären ist der Umstand, dass offiziell mit BB+ eingestufte Pfandbriefe gemäß diesen veröffentlichten Kennzahlen der Agenturen oftmals über eine bessere Qualität des Deckungsstocks verfügen als Pfandbriefe mit minimal höherem Rating (BBB-). Auch sind massive Unterschiede in der Verteilung der Ratings für hypotheckenbesicherten Covered Bonds bemerkbar. Während bei S&P mehr als 70 Prozent der Covered Bonds ein AAA Rating haben, weist Moody's in diesem Segment weniger als 50 Prozent aus. Ein weiterer wichtiger Bestimmungsfaktor für die Ratings der führenden Agenturen ist die Größe des Coverpools. Kleinere Coverpools mit demselben Rating weisen im Schnitt eine höhere Überdeckungen und tiefere LTV Werte aus. Diese Beobachtung ist zu einem gewissen Punkt sicher gerechtfertigt, lässt aber wiederum auf einen möglichen Interessenskonflikt der Agenturen schließen.

MEHRWERT DES I-CV MODELLS. Die erläuterten Unterschiede in der Vorgehensweise zwischen den offiziellen Ratingagenturen und I-CV legen offen, welchen Mehrwert die unabhängige Bewertung des Pfandbriefmarkts und der Emittenten für Investoren bietet. Es ist offensichtlich, dass die bisherigen

Analysen der Deckungsstöcke und die Einschätzungen der großen Ratingagenturen ein ergänzendes unabhängiges Rating benötigen, um die tatsächlichen Risiken der Covered Bonds zu erfassen. Gerade die jüngere Vergangenheit mit den zahlreichen Verwerfungen in der Bankenwelt unterstreicht das noch einmal sehr eindrücklich. Ein wichtiger Faktor für das unabhängige I-CV Covered Bond Modell ist die Erweiterung des Universums dank neuer Pfandbrief-Gesetze. Insbesondere in den jungen Märkten ist von einem starken Wachstum der Emissionsvolumen auszugehen. Zudem dürfte sich das Auslaufen von diversen EZB-Programmen positiv auf die Emissionstätigkeit (insbesondere am kürzeren Ende) der Banken auswirken. So kommen die Investoren in den Genuss von höheren Diversifikationsmöglichkeiten und benötigen mehr denn je ein ausgefeiltes Analyseverfahren und eine kontinuierliche Überwachung der Risiken. Mit den marktgerechten Ratings und der klaren Definition des Entstehungsprozesses ermöglicht I-CV den Anlegern, die Einstufung von Covered Bonds besser zu verstehen und ihre Anlageentscheide breiter abzustützen.

Das Covered Bond Modell wurde einem umfassenden Backtesting unterzogen und aufgrund der Ergebnisse offiziell vorgestellt. Investoren haben seit April die Möglichkeit, die unabhängigen Ratings in ihre Investmentprozesse einzubeziehen. Der Startschuss fiel mit einem Universum von fünf Ländern: Deutschland, das Geburtsland des Pfandbriefs, Frankreich, Spanien, Schweden und Norwegen. In einem zweiten Schritt folgten per 30. Juni die Schweiz, Niederlande, UK, Irland, Italien und Österreich. Und per 30. September wird das Universum noch einmal aufgestockt und auch außereuropäische Staaten in das Rating aufgenommen. Genannt seien Kanada, Australien und Neuseeland. Mit dem Covered Bond Modell erweiterte I-CV das Rating Spektrum um einen wichtigen Baustein und institutionellen Anleiheninvestoren steht nun auch bei Pfandbriefen (the view behind the rating) zur Verfügung.

ZUM UNTERNEHMEN

Die Independent Credit View AG (I-CV) wurde im Januar 2003 als erstes unabhängiges Bonitäts- und Kreditrecherche-Institut der Schweiz gegründet. Das zehnköpfige Analytenteam der I-CV hat sich auf die Beratung von namhaften institutionellen Anlegern spezialisiert und überprüft für diese auf Mandatsbasis laufend die Kreditqualität von nationalen und internationalen Kapitalmarktschuldern, Privatplatzierungen und Darlehen.

AUTOREN

Christian Fischer ist seit 2009 Partner der Independent Credit View AG. Der ausgewiesene Betriebsökonom hat im Jahre 2008 das MAS Corporate Finance erfolgreich abgeschlossen und ist hauptverantwortlich für die Analyse von Banken.

Marc Meili stieß 2012 zur Independent Credit View AG und hat einen Universitätsabschluss in Banking & Finance. Er befasst sich mit der Bonitätsbeurteilung von Unternehmen und der Neu- und Weiterentwicklung der quantitativen Modelle – insbesondere dem Pfandbriefmarkt.