

GESPRÄCH MIT FITCH RATINGS UND DER ERSTEN EUROPÄISCHEN PFANDBRIEF- UND KOMMUNALKREDITBANK AG IN LUXEMBURG

Lettre de Gage kann sich auch künftig auf Bestnoten einstellen

Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung ist kein Hindernis für ein Triple A-Rating des luxemburgischen Pfandbriefs – Attraktiv für deutsche Institute

Börsen-Zeitung, 16.6.2005
In rund einem Monat fallen für die öffentlich-rechtlichen Banken in Deutschland die Vorzüge der Staatsgarantien. In Luxemburg hat allerdings der Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung keinerlei Auswirkungen auf die Deckungsstockfähigkeit der Darlehen an solche Körperschaften und Anstalten. Unbesicherte Forderungen gegenüber deutschen Sparkassen und Landesbanken werden in Luxemburg auch nach dem 18. Juli dieses Jahres noch voll deckungsfähig sein (vgl. Börsen-Zeitung vom 1. Februar und 1. März). In einem Gespräch mit Hélène Heberlein, Managing Director bei Fitch Ratings, und Markus Thesen, Head of Capital Markets bei der Ersten Europäischen Pfandbrief- und Kommunal-Kreditbank AG in Luxemburg (EPPK), wird dieser Sachverhalt vor dem Hintergrund des Ratings für den luxemburgischen Pfandbrief – den Lettre de Gage – diskutiert.

Frau Heberlein, die Konsultationspapiere zu CAD III (Capital Adequacy Directive) sowie der Radwan-Bericht schlagen Mindestratings für Schuldner in der Deckungsmasse eines Covered Bond vor. Gelten in Ihrer Rating-Methodik ähnliche Grenzen, oder ist es auch vorstellbar, einem Covered Bond ein „AAA“-Rating zu verleihen, der in bestimmtem Umfang außerhalb der EU in im „Single-A“- oder im „B“-Bereich geratete Schuldner investiert?

In dieser Hinsicht sind die Anforderungen an die Deckungswerte sogar lockerer geworden. Eine erste Fassung begrenzte die Schuldner aus dem öffentlichen Sektor auf sogenannte „Step-1“-Adressen, also „AA-“ bis „AAA“ geratete Risiken. Emittenten, die eine günstige Kapitalunterlegung für ihre Covered Bonds erzielen, hätten somit eine viel engere Auswahl deckungsstockfähiger Werte gehabt.

Die Beurteilung der Kreditqualität des Deckungsstocks spielt natürlich eine Rolle bei der Erteilung eines Co-

vered-Bond-Ratings. Fitch trifft Annahmen bezüglich der Ausfallwahrscheinlichkeit von Deckungswerten, und diese steigt, je niedriger das Rating der Schuldner im Deckungsstock ist. Aber das erhöhte Kreditrisiko aus einem Deckungsstock, der auch „A“ oder „BBB“ geratete Schuldner enthält, kann durch Überdeckung kompensiert werden. Mit der adäquaten Überdeckung kann auch ein „AAA“-Rating für die Covered Bonds erreicht werden, vorausgesetzt, das Covered-Bond-Gesetz oder die vertraglichen Vereinbarungen ermöglichen die Vergabe eines Covered-Bond-Ratings, das nicht an das unbesicherte Rating des Emittenten gebunden ist. Ist diese Voraussetzung nicht erfüllt, wird ein Rating „AAA“ nur vergeben, wenn der Emittent selbst ein sehr hohes Rating aufweist.

Gibt es überhaupt ein Mindestrating für den Einzelkredit in der Deckungsmasse eines Covered Bond, der ein „AAA“-Rating erhalten soll, oder gibt es noch andere Einflussfaktoren?

Die Sicherheit von Covered Bonds wird oft mit der hohen Kreditwürdigkeit der Deckungswerte in Verbindung gesetzt. Und in der Tat sind Hypothekenforderungen mit Beleihungswertbegrenzung sowie Kredite an die öffentliche Hand eher risikoarme Engagements. Alle Covered-Bond-Emittenten pflegen auch diesen Ruf, indem sie typischerweise keine Sub-Investment-Grade-Schuldner für ihren öffentlichen Deckungsstock oder als Ersatzwerte aussuchen. In der Analyse von Fitch müssen aber die einzelnen Werte im Deckungsstock kein Mindestrating besitzen, damit den Covered Bonds ein „AAA“-Rating verliehen wird.

Die entscheidende Frage ist, ob die Covered Bonds die Insolvenz der Bank ohne Zahlungsstörungen überleben können. Kommt Fitch zu dem Schluss, dass der Ausfall der Bank zu einem Ausfall der Covered Bonds führen würde, wird das Covered-Bond-Rating direkt an das Rating der emittierenden Bank gekoppelt und somit ein „AAA“ nur bei schon sehr hoher Kreditqualität der Bank erreichbar.

Im umgekehrten Fall der Entkopplung von Bank- und Covered-Bond-Ausfall kann die verfügbare Überdeckung der ausstehenden Covered Bonds durch den Deckungsstock dem Rating der Covered Bonds zu einem „AAA“ verhelfen, wenn sie die pünktliche Bedienung der Covered Bonds unter „AAA“-Stressszenarien ermöglicht. Die Stressszenarien finden nicht nur Anwendung beim eigentlichen Kreditrisiko der Deckungswerte, d. h. in Bezug auf deren Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlustschwere nach einem Ausfall, sondern auch bei den Laufzeit-, Zins- und Währungsinkongruenzen, die zwischen dem Deckungsstock und den Covered Bonds bestehen.

Die vorgeschlagenen regulatorischen Beschränkungen für Covered Bonds auf EU-Ebene zielen deutlich auf die Sicherung einer Mindestqualität für Covered Bonds ab. Allerdings scheinen sie wichtige Aspekte wie Diversifikation, Granularität der Risikoaktiva bzw. Duration- oder Cash-flow-Mismatches außer Acht zu lassen. Halten Sie eine derart einseitige Beschränkung für sinnvoll?

Die verschiedenen europäischen Covered-Bond-Arten werden als Mitglied einer großen Familie anerkannt, dennoch haben sie zum Teil sehr unterschiedliche Eigenschaften, die eine Vereinheitlichung auf EU-Ebene erschweren. Die Aufsichtsbehörden in den jeweiligen Emissionsländern haben schon solche Vorschriften erlassen, die über die gesetzlichen Rahmenbedingungen hinausgehen. So hat zum Beispiel Irland eine Duration-Regelung, und in Deutschland werden Zins- und Währungsstressszenarien vorgegeben, während Luxemburg ebenfalls eine Überdeckung auf barwertiger Basis vorschreibt.

Andere Länder begnügen sich mit vageren Formulierungen und schaffen hiermit eher ein gemeinsames Verständnis, dass die Risiken gering gehalten werden müssen. Inwieweit in die Handlungsfreiheit der emittierenden Banken eingegriffen werden soll, bleibt letztendlich eine Entsch-

cheidung der Aufsichtsbehörden. Fitch beurteilt stets die Risikoposition eines individuellen Deckungsstocks im Verhältnis zu den dazugehörigen Covered Bonds. Es gibt auch regulatorische Beschränkungen, die nicht unbedingt zu einem besseren Rating führen, so zum Beispiel die Begrenzung von liquiden Werten auf einen bestimmten Prozentsatz der Deckungsmasse – wohingegen ein Mindestbetrag insbesondere bei Hypothekendeckungsstöcken nützlich ist – oder die Begrenzung von privilegierten Derivaten in Deutschland.

Der Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung in Deutschland stellt Landesbanken und Sparkassen vor eine Herausforderung im Hinblick auf ihre Refinanzierung. Wie schätzen Sie die unterschiedlichen Strategien wie Bevorratung, Pfandbriefeigenemissionen durch Sparkassen, Pooling von Deckungswerten durch die Landesbanken, Bilanzsummen-schrumpfung ein?

In der Tat gibt es eine Reihe von Lösungen, die Sparkassen trotz künftig fehlender Deckungsstockfähigkeit ihrer Verbindlichkeiten Refinanzierungsmöglichkeiten durch Pfandbriefe bieten. Der direkte Weg, selbst zu emittieren, ist von einigen Sparkassen schon im Vorlauf zum 19. Juli 2005 erprobt worden. Die Volumina bleiben aber begrenzt, der Aufwand ist hoch, und die Konzentration im Deckungsstock birgt gewisse Risiken. Der indirekte Weg, bei dem deckungsstockfähige Werte von Sparkassen an eine Landesbank übertragen werden, die sie wiederum als Deckung für Pfandbriefemissionen nutzt, hat den Vorteil, dass größere Volumina möglich sind und sich die Diversifizierung der Deckungswerte verbessert, was geringere Refinanzierungskosten verspricht.

Allerdings ist diese Lösung etwas komplizierter in der Durchführung, und zurzeit fehlen noch die juristischen Rahmenbedingungen, damit die Sparkassen weiterhin die Hypothekenforderungen verwalten können, der Zugriff der Pfandbriefgläubiger aber sichergestellt ist. Eine dritte Alternative bestünde darin, mehre-

re Sparkassenbriefe oder Sparkassenpfandbriefe bei einer Ein Zweckgesellschaft zu platzieren, die keinen Bankstatus besitzt und die diese Akquisition durch die Emission von sogenannten Collateralised Debt Obligations refinanziert. Auf diese Art und Weise werden zurzeit zahlreiche Sparkassen in Spanien refinanziert. Die zukünftige regulatorische Kapitalunterlegung solcher Konstruktionen im Vergleich zu Pfandbriefemissionen müsste noch untersucht werden.

Erwarten Sie im Hinblick auf die Unwägbarkeiten – wie Abschmelzen der Liquiditätspolster, Änderung des Insolvenzrechts zur Ermöglichung des Pooling – eine erhöhte Volatilität der Unsecured Senior Ratings für Landesbanken und Sparkassen in den nächsten Jahren?

Die ungarantierten Landesbankratings werden von Fitch mit zwei Ausnahmen als stabil angesehen, da die meisten ohnehin auf impliziter Unterstützung durch die jeweiligen Länder beruhen und nicht auf der individuellen Finanzstärke. Eine Veränderung dieser Unterstützung zeichnet sich außer in Berlin bisher nicht ab. Das zukünftige Rating der Landesbank Berlin wird maßgeblich davon abhängen, welches Rating der Erwerber mitbringt. Ähnliches gilt für die Sparkassen. Ratingveränderungen sind dort insbesondere zu erwarten, sollte es eines Tages zu Übernahmen über die Sektorgrenzen hinweg kommen.

Die einzige auf Basis ihrer individuellen Finanzstärke geratete Landesbank ist die DekaBank, die für den Erfolg ihres Geschäftsmodells auf eine Fortsetzung der Zusammenarbeit der öffentlich-rechtlichen Banken angewiesen ist.

Einzelne Sparkassen sind bisher nicht von Fitch geratet worden, nur die 51 hessischen und thüringischen, die sich zu einem Verbund zusammengeschlossen und gemeinsam ein Verbundrating erhalten haben. Die Bildung weiterer Verbünde kann auch zu Veränderungen – typischerweise Verbesserungen – der Kreditwürdigkeit von Sparkassen führen.

Der Wegfall von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung in Deutschland scheint neues Geschäftspotenzial für den Lettre de Gage zu eröffnen. Teilen Sie diese Meinung?

Wenn die luxemburgische Gesetzgebung Schuldner mit öffentlich-rechtlichen Anteilseignern auch ohne Anstaltslast und Gewährträgerhaftung für deckungsstockfähig erklärt, so haben in Zukunft Emittenten von öffentlichen Lettres de Gage Zugang zu Deckungswerten, die für Emittenten von öffentlichen Pfandbriefen nicht mehr zur Verfügung stehen. Der Wegfall der Anstaltslast und die Modifizierung der Gewährträgerhaftung stellen aber kein Hindernis für das Ratingverfahren dar. Auch ein Deckungsstock, der ausschließlich aus öffentlichen Schuldnern ohne Anstaltslast und Gewährträgerhaftung bestehen würde, könnte durch „AAA“ geratete Covered Bonds refinanziert werden.

Sie haben den Lettres de Gage Publiques der Eurohypo Luxemburg ein „AAA“-Rating gegeben. Halten Sie eine Selbstverpflichtung zur Sicherung des „AAA“-Ratings für erforderlich?

Emittenten von Covered Bonds genießen viel Freiraum und können im Rahmen der gesetzlich-regulatorischen Regelungen durchaus Entscheidungen mit negativen Auswirkungen für Covered-Bond-Investoren treffen, wie zum Beispiel eine plötzliche Reduzierung der Überdeckung oder des Anteils der liquiden Werte. Investoren mögen Überraschungen nicht, und deshalb ist es begrüßenswert, wenn Emittenten ihnen eine Perspektive geben und ihre Absichten kundtun. Das Management einer Bank sollte aber in der Lage sein, die beste Form der Unternehmenskommunikation zu wählen. Auch wenn Fitch Selbstverpflichtungen zur Sicherung eines bestimmten Ratings nicht als erforderlich ansieht, ist ein guter Informationsaustausch zwischen den Emittenten und ihrer Ratingagentur unerlässlich.

Das Gespräch führte Kai Johannsen.