



## Helaba Rechtsrahmen-Monitor: Umfang erweitert

**AUTOR**

Sabrina Miehs  
Senior Covered Bond Analyst  
Telefon: 0 69/91 32-48 90  
research@helaba.de

**REDAKTION**

Stefan Rausch  
Leiter Credit Research

**HERAUSGEBER**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Wir haben unseren Excel-basierten Rechtsrahmen-Monitor um die Länder Belgien, Niederlande, Irland und Australien erweitert. Gleichzeitig basiert die neue Version des Vergleichsmodells auf den aktualisierten Einschätzungen der Ratingagenturen zu Covered Bond Gesetzen, zur systemischen Bedeutung und zur Kreditfähigkeit des einzelnen Staates.
- Bei der Bonitätsanalyse von Covered Bonds kommt der Einschätzung von Gesetzesrahmen und anwendbaren Dokumentationen eine tragende Rolle zu. Allerdings ist dies eine komplexe und oft zeitaufwändige Angelegenheit.
- Unser Rechtsrahmen-Monitor bietet die Möglichkeit, die Attraktivität verschiedener Covered Bond-Märkte anhand gängiger Kriterien zur Beurteilung des Rechtsrahmens und der systemischen Bedeutung von Covered Bonds sowie des korrespondierenden Länderrisikos in grafischer Form zu vergleichen. Die einzelnen Faktoren können zudem frei gewichtet werden, so dass Investoren das Excel-basierte Werkzeug an ihre individuellen Bedürfnisse anpassen können.
- Sie finden die Excel-Datei im Sparkassen-Portal/ResearchPlus unter Pfandbriefe/Covered Bonds – Covered Bonds Special.

### Analyse des Rechtsrahmens: Wichtiges, aber komplexes Element der Bonitätsanalyse

Bei der Bonitätsanalyse von Covered Bonds (CB) kommt der Beurteilung von Gesetzesrahmen und anwendbaren Dokumentationen neben der Bonitätsentwicklung des Emittenten und der Qualität der Deckungsmasse eine tragende Rolle zu. Eine solche Bewertung ist allerdings stets eine komplexe und zeitaufwändige Angelegenheit.

### Ratingagenturen bieten Einschätzungen zu Covered Bond Gesetzen und Dokumenten

So beurteilt die Ratingagentur Moody's beispielsweise in ihren Studien anhand von 47 Einzelkriterien, zusammengefasst in 6 Themenkategorien, ob Covered Bonds durch das jeweilige Gesetz schwach (Punktzahl 1), durchschnittlich (2,5) oder stark (4) geregelt sind. Im vergangenen Jahr veröffentlichte die Agentur erstmals Einschätzungen zu den Rechtsrahmen für Covered Bonds in Irland, Niederlande, Belgien und Australien<sup>1</sup>.

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

<sup>1</sup> Moody's, *Comparing Legal Frameworks for Covered Bonds: Before Issuer Default*, 1.12.2014 und *Comparing Legal Frameworks for Covered Bonds: After Issuer Default*, 06.10.2015 sowie Moody's länderspezifische Berichte der Serie "Legal Framework for Covered Bonds": Irland (28.03.2017), Norway (03.10.2016), Netherlands (03.04.2017), France (05.12.2016), Belgium (08.09.2016), Australia (26.06.2016)

## Moody's mit Punktesystem

Errechnung von Durchschnittspunkten am Beispiel des deutschen Pfandbrief-Gesetzes

	Beurteilte Kategorien (Moody's)	# Beurteilte Einzelkriterien	Durchschnittspunkte pro Kategorie* (nur Gesetz)
<b>Vor Emittenten-Ausfall</b>	1 Zulassungskriterien für Deckungswerte	7	2,7
	2 Deckungsmanagement	12	3,4
<b>Nach Emittenten-Ausfall</b>	3 Emittenten-Ausfall: Allgemein	7	3,1
	4 Trennung der Deckungsmasse und Zahlungsströme und Vorzugsrechte	9	2,5
	5 Deckungsmanagement	5	3,1
	6 Refinanzierung von Covered Bonds	7	3,4
<b>Durchschnitt (bei Gleichgewichtung der Kategorien)</b>			<b>3,0</b>

\*auf Basis von Moody's Punktesystem, Einzelkriterien sind pro Kategorie gleichgewichtet  
Quellen: Moody's Investors Service, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Systemrelevanz und staatliche Unterstützungsfähigkeit wichtig für den Gesamtvergleich

Zur Einschätzung der Robustheit eines Covered Bond-Systems müssen aus unserer Sicht noch zwei weitere Aspekte berücksichtigt werden. So dürfte im Krisenfall die potenzielle Unterstützung durch den Staat bzw. die Bankengemeinschaft davon abhängig sein, wie bedeutend die Covered Bonds für das jeweilige Finanzsystem bzw. die Wirtschaft des Landes sind und wie zahlungsfähig der Staat ist.

Die Ratingagentur Standard & Poor's bewertet neben dem Rechtsrahmen auch die systemische Bedeutung und Kreditfähigkeit des Staates<sup>2</sup>. So berücksichtigt die Agentur etwa das Verhältnis von Covered Bonds-Volumen und Bankenrefinanzierung über den Kapitalmarkt oder die Finanzmittel und die Bonität des Staates sowie deren Verwendungsfähigkeit. Um die qualitativen Ergebnisse von S&P ebenfalls in einer numerischen Rangfolge darstellen zu können, ordnen wir den Einstufungen Punktzahlen von 1 (schwach) bis 4 (sehr stark) zu.

## S&P mit qualitativem Ansatz

S&P Einstufung zur systemischen Bedeutung und Kreditfähigkeit des Staates am Beispiel Pfandbriefe/Deutschland

	Beurteilte Kategorien (S&P)	Beurteilungen (S&P)	Zugeordnete Punkte
1	Systemische Bedeutung	Moderat	4
2	Kreditfähigkeit des Staates	Sehr stark	4
<b>Durchschnitt (bei Gleichgewichtung der Kategorien)</b>			<b>4,0</b>

Quellen: S&P Global Ratings, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Helaba Rechtsrahmen-Monitor ermöglicht schnellen Vergleich

Wir haben die beiden vorgestellten Beurteilungskataloge von Moody's und S&P in einem eigenen Bewertungssystem zusammengefasst, das Investoren den Vergleich von Covered Bond Systemen ermöglicht. Der Helaba Rechtsrahmen-Monitor „Gesetze, Dokument & Co.“ (GEDOCO) stellt die Ergebnisse grafisch dar. Die einzelnen Faktoren können zudem frei gewichtet werden, so dass Investoren das Excel-basierte Werkzeug an ihre individuellen Bedürfnisse anpassen können.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> S&P, *Assessments For Jurisdictional Support According To Our Covered Bonds Criteria*, 20.07.2016

<sup>3</sup> Sie finden die Excel-Datei im Sparkassen-Portal / ResearchPlus unter Pfandbriefe/Covered Bonds - Covered Bonds Special

## Schaltputz ermöglicht Punktberechnung und Gewichtung

Beurteilung von Rechtsrahmen, Systemrelevanz und Kreditfähigkeit des Staates am Beispiel deutscher Pfandbriefe

Beurteilte Kategorien (Moody's)	Durchschnittspunkte pro Kategorie* (nur Gesetz)	Gewichtung
1 Zulassungskriterien für Deckungswerte	2,7	12,5%
2 Deckungsmanagement vor Emittentenausfall	3,4	12,5%
3 Allgemein	3,1	12,5%
4 Zahlungsströme und Vorzugsrechte	2,5	12,5%
5 Deckungsmanagement	3,1	12,5%
6 Refinanzierung von Covered Bonds	3,4	12,5%
Beurteilte Kategorien (S&P)		
7 Systemische Bedeutung	4,0	12,5%
8 Kreditfähigkeit des Staates	4,0	12,5%
<b>Durchschnitt</b>	<b>3,3</b>	

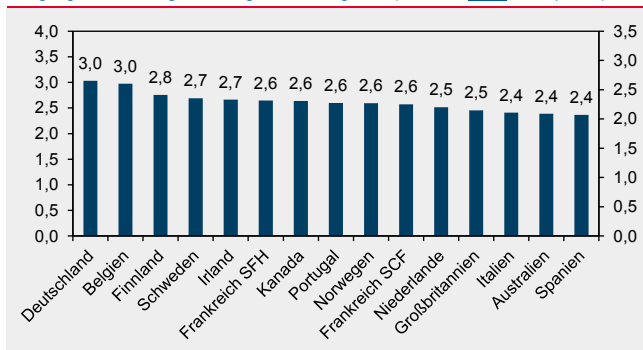
Quellen: Moody's Investor Service, S&P Global Ratings, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Marktpraxis bei Ländern mit wesentlicher Programmdokumentation einzubeziehen

Da einige Covered Bond-Systeme, wie etwa in Großbritannien, Italien oder Kanada, einen wesentlichen Anteil der Regelungen in der Programmdokumentation abbilden, erscheint ein Vergleich ausschließlich auf Basis der jeweiligen Gesetze nicht sinnvoll. Daher ermöglicht das Helaba-Schaltputz bei solchen Ländern auch die Berücksichtigung der Marktpraxis.

### Gesetzesvergleich: Italiens Covereds fast Schlusslicht

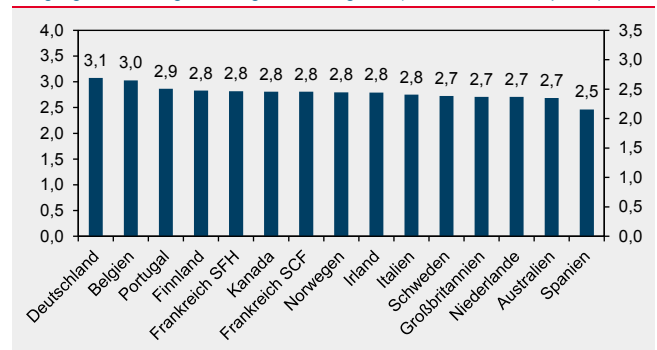
Rangfolge bei Gleichgewichtung der 6 Kategorien (Gesetze ohne Marktpraxis)



Quellen: Moody's, S&P, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Beachtung der Marktpraxis ändert Rangfolge

Rangfolge bei Gleichgewichtung der 6 Kategorien (Gesetze und Marktpraxis)



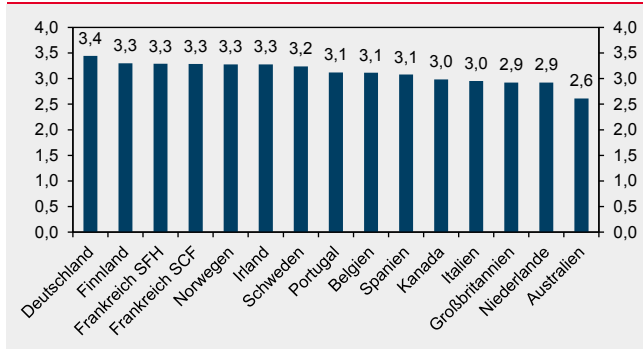
Quellen: Moody's, S&P, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Hohe Systembedeutung verbessert Rangfolge – doch auf Länderbonität achten

Dass sich die Beurteilung von Covered Bonds mit großen einheimischen Covered Bond Märkten bei der Einbeziehung des Aspekts Systemrelevanz stark in der Rangfolge verbessert, ist nicht überraschend und auch unserer Meinung nach gerechtfertigt. Jedoch empfehlen wir bei der Kreditfähigkeit des Staates eine ähnlich hohe Gewichtung zu wählen wie bei der Systemrelevanz. So dürfte eine hohe Gewichtung des Unterstützungsfaktors Systemrelevanz bei einer gleichzeitig niedrigen Gewichtung der Kreditfähigkeit des Staates die Solidität des Covered Bond Systems gerade bei einem als schwach eingestuften Land nicht sinnvoll widerspiegeln.

### Systemische Bedeutung verändert Rangfolge, doch...

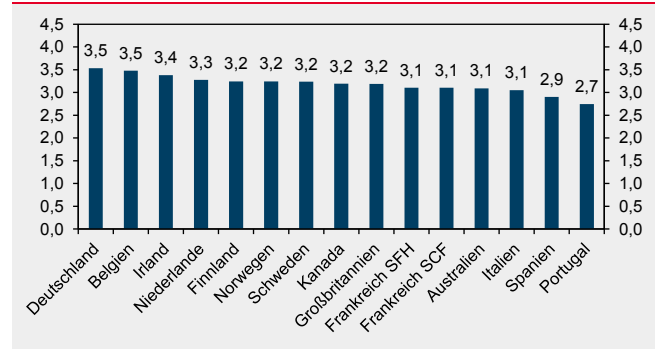
Rangfolge bei Gleichgewichtung der 6 Kategorien + Kreditfähigkeit des Staates von 10 %, nur systemische Bedeutung von 30 % (UK, IT, KA, NE, AU: Gesetze und Marktpraxis)



Quellen: Moody's, S&P, Helaba Volkswirtschaft/Research

### ...Kreditfähigkeit des Staates nicht außer Acht lassen

Rangfolge bei Übergewichtung der 6. Kategorie, systemische Bedeutung von 5 %, Kreditfähigkeit des Staates von 25 % (UK, IT, KA, NE, AU: Gesetze mit Marktpraxis),



Quellen: Moody's, S&P, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Einschätzung von Gesetzen, Dokumenten & Co. nur Teil der Bonitätsanalyse

Gleichwohl kann die Analyse der rechtlichen Rahmenbedingungen immer nur einen Teil der Bonitätsanalyse bei Covered Bonds sein. Sie steht stets unter dem Vorbehalt, dass die einzelne Deckungsmasse ausreicht, die fälligen Zahlungen an die Covered Bond Gläubiger vollständig und zeitgerecht zu leisten. Eine Betrachtung von Qualität und Höhe der Deckungsmasse im Verhältnis zu den nicht durch Gesetze und Verträge abgesicherten Risiken bleibt dem Investor somit weiterhin nicht erspart.

## Weitere Helaba-Publikationen:

**Covered Bonds Special: Skandinavische Covered Bonds: Beliebte Papiere, begrenztes Angebot**

Februar 2017

**Außer der Reihe: Deutschlands neue Insolvenzrangfolge bei Banken**

Januar 2017

**Außer der Reihe: Europäische Banken: Negativzinsen – neue Welt für Banken**

September 2016

**Außer der Reihe: Banken-Stresstest bestätigt Bonitätseinstufungen**

August 2016

**Außer der Reihe: Lösung des italienischen Bankenproblems: Die Quadratur des Kreises**

Juli 2016

**Außer der Reihe: Europäische Banken: Beherrschbare Risiken in Öl- und Gasindustrie**

April 2016

**Covered Bonds Special: Schwedische Covered Bonds: Elch-Test bestanden**

März 2016

**Außer der Reihe: TLAC für global systemrelevante Banken**

November 2015

**Außer der Reihe: Bankanleihen und Bail-in Regeln**

Oktober 2015

**Covered Bonds Special: Soft Bullets: Die neue Norm**

Oktober 2015

**Außer der Reihe: Nebenwirkungen von Bankenregulierungen**

September 2015

**Covered Bonds Special: Bail-in Grundsatz verändert Ratingmethoden**

Juli 2015

Wenn Sie neue Publikationen zum Thema Covered Bonds Special oder Covered Bond Focus per E-Mail zugesendet haben möchten – sprechen Sie uns einfach an oder schreiben Sie uns (0 69/91 32-20 24 oder [research@helaba.de](mailto:research@helaba.de)). ■