

# RatingsDirect®

---

## Wie S&P Global Ratings "sichere" europäische Bonds (ESBies) bewerten würde

**Primary Credit Analyst:**

Moritz Kraemer, Frankfurt (49) 69-33-999-249; moritz.kraemer@spglobal.com

### Table Of Contents

---

#### INHALT

Sichere europäische Bonds - Einführung

Mögliche Ratingansätze für ESBies

ESBie-Ratings sind noch in weiter Ferne

Related Research

External Research

# Wie S&P Global Ratings "sichere" europäische Bonds (ESBies) bewerten würde

## INHALT

Investoren und Geldpolitiker erörtern seit einigen Jahren das Konzept sicherer europäischer Anleihen (oder ESBies). Das Interesse des Marktes hat eine neue Dimension erreicht seitdem der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB – European Systemic Risk Board) vor wenigen Monaten sein Arbeitspapier über ESBies (von Staatsanleihen gedeckte Schuldtitel) vorgelegt hat. In diesem Zusammenhang haben verschiedene Stakeholder S&P Global Ratings eine Reihe von Fragen bezüglich der Bewertung eines solchen Instruments gestellt.

Unser Ratingansatz wird natürlich von der Ausgestaltung der zugrundeliegenden Struktur eines solchen Papiers abhängen, die bislang nicht bekannt ist.

### Überblick

- Sichere europäische Bonds (ESBies) werden als Instrument vorgeschlagen, das das Angebot von in Euro denominierten Vermögenswerten mit der Bonitätsnote 'AAA' ausweitet und die systemischen Risiken eindämmt, die entstehen, wenn Banken umfangreiche Bestände an Staatsanleihen ihres Heimatlandes halten.
- Wir vermuten, dass ESBies das Angebot an 'AAA'-gerateten Aktiva vielmehr verknappen würden, da einige mit 'AAA' bewertete Staatsanleihen voraussichtlich in ESBies mit niedrigerem Rating gebündelt würden.
- Die geringe Diversifizierung des Staatsanleihe-Portfolios, das den ESBies zugrundeliegen würde, und die hohe Korrelation des Ausfallrisikos staatlicher Schuldtitel in der Eurozone würden uns vermutlich veranlassen, ESBies in der unteren Hälfte der Kategorie Investment-Grade anzusiedeln.

## Sichere europäische Bonds - Einführung

Die Grundidee hinter ESBies lautet, dass eine Zweckgesellschaft zwei (oder mehr) Tranchen von Wertpapieren ausgeben würde, die von einem Sicherheitenpool von Anleihen der 19 Mitgliedsstaaten der Eurozone gedeckt wären. Es gäbe keine gemeinsame Haftung der Regierungen der Eurozonenmitglieder und auch keine sonstige ausdrückliche Form der Vergemeinschaftung nationalstaatlicher Risiken. Hierin liegt ein wichtiger Unterschied zur oft diskutierten Idee eines gemeinsamen staatlichen Eurobonds. Das Arbeitspapier 21 des ESRB vom September 2016 - "ESBies: Safety in the tranches" - geht von der Annahme aus, dass 70 Prozent des Portfolios zur Ausgabe erstrangiger ESBies genutzt werden und "mindestens so sicher wie deutsche Bundesanleihen" sein. Das Papier hält darüber hinaus fest, dass ESBies das Angebot an 'AAA'-gerateten, in Euro denominierten Finanzinstrumenten "in etwa zu verdoppeln versprechen."

Die nachrangige Tranche (European Junior Bonds, oder EJBies), die die übrigen 30 Prozent des Portfolios ausmacht, hätte "mit anfälligen Staatsanleihen des Euroraums vergleichbare erwartete Ausfallraten." Das heißt, dass

Anleihegläubiger, die ESBies halten, durch die nachrangige Tranche geschützt wären, weil Wertverluste zunächst diese treffen würden. Investoren, die ESBies halten, würden erst dann Verluste erleiden, wenn bei mindestens 30% des zugrundeliegenden Staatsanleiheportfolios Zahlungsausfälle auftreten.

Ein wichtiger Nutzen, den Befürworter von ESBies anführen, wäre die Durchtrennung der engen Verbindung zwischen Banken und Staaten (der sogenannte 'doom loop') und, damit verbunden, eine Verringerung der Anfälligkeit des Finanzsystems der Eurozone insgesamt gegenüber Schocks. Im 'doom loop' kommt die Sorge zum Ausdruck, dass die Kreditwürdigkeit eines Staates unter Druck geraten kann, wenn er Banken in Schieflage retten muss, um die Finanzstabilität zu gewährleisten. Die Banken ihrerseits könnten in finanzielle Schwierigkeiten geraten, wenn die Regierung ihres Herkunftslands ihre Anleihen nicht mehr bedient, denn einige Bankensysteme in der Eurozone halten beträchtliche Bestände an Schuldtiteln ihrer eigenen Regierung. Diese beiden Effekte können einander verstärken, so dass ein Teufelskreis entsteht; ein solcher Kreislauf muss unterbrochen werden.

Das neue Regelwerk der EU zur Bankenabwicklung soll die erste Hälfte des 'doom loop' abfedern (schwache Banken belasten die Staatsfinanzen). Doch der zweite Teil des doom loops (schwache Staatsfinanzen belasten die Banken) bleibt im Wesentlichen ausgeklammert. Versuche, dieses Risiko durch die Einführung einer Risikogewichtung für Staatsanleihen oder von Obergrenzen für die Exposure gegenüber einzelnen Schuldnern einzudämmen, haben unter den Entscheidungsträgern der Eurozone bislang keine einvernehmliche Unterstützung gefunden. ESBies sind dazu gedacht, das Länderrisiko für Banken einzudämmen, indem man einen Anreiz schafft, ihr Portfolio von Staatsanleihen aus der Eurozone stärker zu diversifizieren.

Bevor ESBies Realität werden können, müssen allerdings mehrere Hürden genommen werden. Nicht die geringste ist ihre Ausgestaltung. Dazu erheben sich einige Fragen: Wer sollte die Körperschaft sein, die sie ausgibt? Wie lässt sich Konsistenz zwischen verschiedenen ESBies-Serien herstellen? Welche Liquiditätsrisiken würden sich für die zugrundeliegenden Staatsanleihen einstellen? Wie sollen Coupons und endfällige Tilgung der zugrundeliegenden Bonds in Einklang gebracht werden? Es stellt sich auch die Frage, wie Regulierer ESBies im Vergleich zu herkömmlichen Staatsanleihen behandeln. Und Marktteilnehmer und Entscheidungsträger debattieren darüber, ob sich genügend Investoren für die vorrangigen und nachrangigen Tranchen finden würden, so dass der Markt für ESBies eine nennenswerte Größe erreicht. Eine grundlegendere Frage ist, ob Banken tatsächlich interessiert wären, ihre bestehenden Portfolios aus Staatsanleihen ihres Herkunftslands tatsächlich durch ESBies zu ersetzen. Immerhin haben sie ja bereits heute die Möglichkeit, in ein stärker diversifiziertes Portfolio zu investieren - und neigen trotzdem dazu, Anleihen des eigenen Lands zu bevorzugen.

Da es sich hier um Neuland handelt, gibt es noch keine Antworten auf diese Fragen. Ein Thema, das immer wieder aufkommt, ist das zu erwartende Rating von ESBies.

## Mögliche Ratingansätze für ESBies

Im Prinzip sind ESBies dasselbe wie die erstrangigen Tranchen eines forderungsbesicherten Schuldtitels (CDO), in dem eine große Anzahl von Vermögenswerten (in der Regel Unternehmensanleihen und/oder Kredite) in verschiedene Tranchen aufgeteilt wird. Die nachrangigste Tranche eines CDO würde vom ersten Wertverlust getroffen und wäre

daher am riskantesten. Die höchstrangige Tranche wäre erst gefährdet, wenn alle nachgeordneten Tranchen durch Zahlungsausfälle oder Kreditverluste ausgelöscht wären. Die Tranchen werden als handelbare Wertpapiere separat verkauft, wobei die erstrangige Tranche ein hohes Kreditrating hat - häufig 'AAA'.

Aber es gibt zwei wichtige Unterschiede:

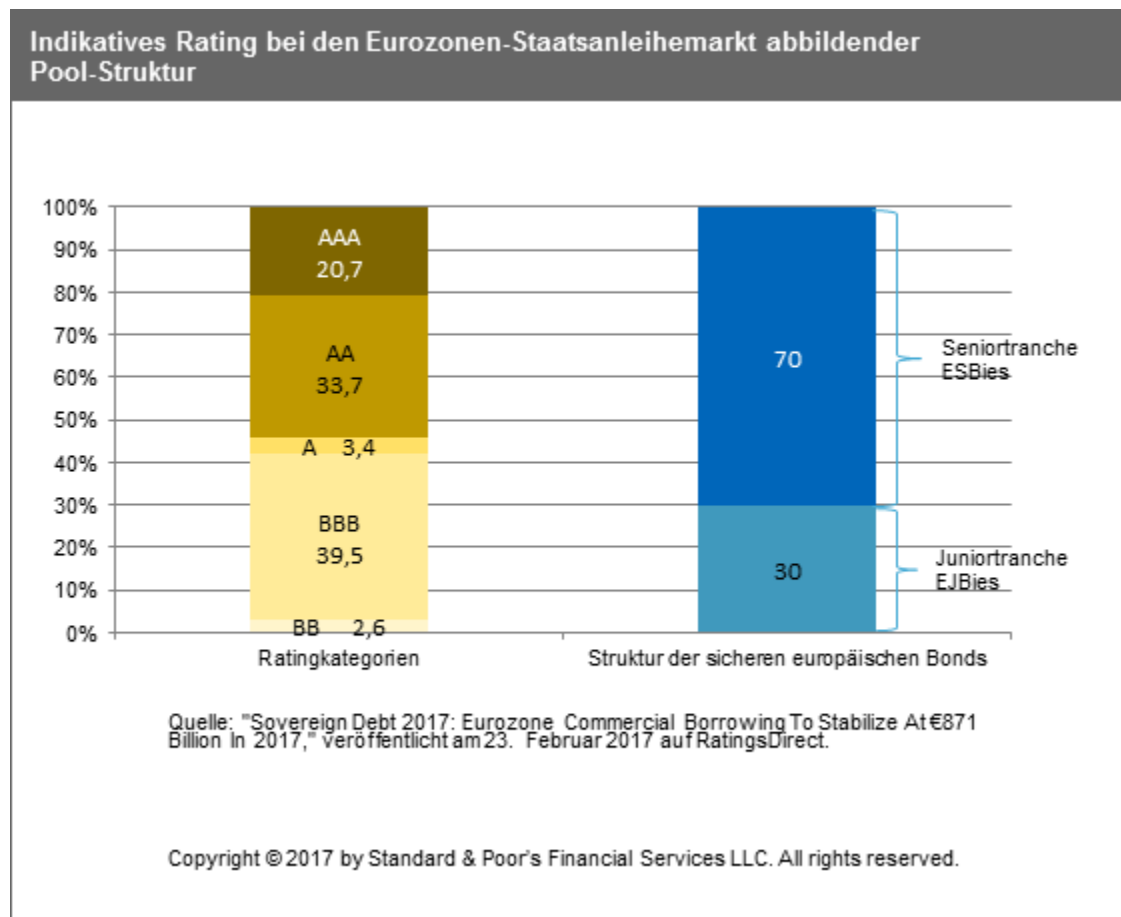
- Bei CDOs besteht der zugrundeliegende Sicherheitenpool aus unterschiedlichen Vermögenswerten, von denen jeder einzelne nur einen winzigen Bruchteil der Gesamtheit ausmacht. Der Pool, auf den sich die ESBies beziehen, besteht aus nicht mehr als 19 einzelnen Aktiva (die den 19 Staaten der Eurozone entsprechen). Die Anleihen einiger Einzelländer (z.B. italienische Staatsanleihen) könnten einen beträchtlichen Anteil an der Gesamtheit ausmachen.
- Bei der Zusammenstellung eines CDO versucht man, das Risiko einzudämmen, indem man voneinander unabhängige Vermögenswerte bündelt, zwischen denen keine oder nur eine geringe Interkorrelation besteht. Auf diese Weise geht von einer schwachen Performance in einem Teil des Pools keine Gefahr der Ausbreitung auf andere Teile des Pools aus - es besteht sogar die Möglichkeit, dass sie durch eine starke Performance anderswo ausgeglichen wird. Bei ESBies liegen die Dinge anders: In der Krise der Eurozone hat sich gezeigt, dass eine deutliche Korrelation zwischen europäischen Staatsanleihen besteht. Die Krise betraf mehrere EU-Länder gleichzeitig, was für alle Emittenten hohe positive Korrelationen zwischen Ausfallrisiken und den Renditen von Staatsanleihen zur Folge hatte. Es ging nicht um Risiken einzelner Staaten, vielmehr war die Eurozone insgesamt mit einer systemischen Krise konfrontiert. Wir haben daher beispielsweise am 13. Januar 2012, auf dem Höhepunkt der Krise, unsere Ratings für neun Länder der Eurozone gleichzeitig gesenkt (siehe "Standard & Poor's Takes Various Rating Actions On 16 Eurozone Sovereign Governments", veröffentlicht auf RatingsDirect).

Diese beiden Unterschiede führen dazu, dass der Spielraum für einen Abbau von Risiken durch Diversifizierung im Fall von ESBies wesentlich geringer ist als bei CDOs. Die hohe positive Korrelation mit Staatsanleihen sowie das zu erwartende beträchtliche Volumen der zugrundeliegenden staatlichen Schuldentitel deuten darauf hin, dass für die Bewertung von ESBies ein Schwachstellen-Ansatz („weakest link“) eher angebracht wäre als ein CDO-Ansatz. Es ist sogar so, dass die quantitativen Standard-Tools für die Analyse von CDOs gar nicht in der Lage sind, sinnvolle Berechnungen für einen undiversifizierten ESBie-Aktivapool auszuführen.

Bei der Anwendung unseres Schwachstellen-Ansatzes würden wir die zugrundeliegenden staatlichen Schuldtitel in eine Reihenfolge bringen - von den am niedrigsten gerateten (z.B. 'B-' für Griechenland) zu den am höchsten gerateten (z.B. 'AAA' für Deutschland, die Niederlande und Luxemburg). Wenn die Juniortranche 30% des Emissionsvolumens ausmacht, würde unser Rating für die Seniortranche (ESBies) dem Rating entsprechen, mit dem die unmittelbar oberhalb der 30%-Marke liegende Staatsanleihe bewertet ist.

Vorausgesetzt die Struktur des zugrundeliegenden Pools bildet die Größe der jeweiligen Staatsanleihemärkte ab, dann würde das Rating der erstrangigen Tranche 'BBB-' entsprechen (siehe Grafik). Das liegt daran, dass Griechenland (mit dem Rating 'B-') 0,2% des Staatsanleihemarkts der Eurozone ausmacht, Zypern ('BB-') 0,1%, Portugal ('BB-') 2,5% und Italien (BBB-) 27,6% - zusammen ergibt das einen Anteil von leicht über 30%. Wir erwarten, dass Zahlungsausfälle von Staatsanleihen in der Reihenfolge der Ratings eintreten, dass also das am niedrigsten geratete Griechenland zuerst in Zahlungsschwierigkeiten käme. Ein Zahlungsausfall für ESBies würde also erst dann eintreten, wenn zuvor Griechenland, Zypern, Portugal und Italien - in dieser Reihenfolge - ihre Anleihen nicht mehr bedienen würden. Das Rating der ESBies steht für die Wahrscheinlichkeit dieses Ereignisses und entspricht daher dem 'BBB-'-Rating für italienische Staatsanleihen. Würde die Juniortranche auf 40% ausgeweitet, dann fiel die indikative Bonitätsbewertung

für die ESBies mit 'BBB+' höher aus - sie würde dem Rating des im Schwäche-Ranking nächsten staatlichen Emittenten, Spanien, entsprechen, der 13,2% des Staatsanleihemarkts der Eurozone ausmacht.



Diese Berechnungen sind eine grobe Annäherung. Die Korrelation des Zahlungsausfallrisikos zwischen staatlichen Emittenten der Eurozone könnte in Zukunft niedriger ausfallen. Als Schlüsselfaktor, der die Struktur der Aktiva bestimmt, käme statt der ausstehenden Staatsanleihen das BIP in Frage. Damit würden die höher verschuldeten Länder mit niedrigeren Ratings weniger stark gewichtet. Darüber hinaus könnten sich Recoveries (Rückzahlungsquoten) nach einem Zahlungsausfall positiv auf die Bewertung von ESBies auswirken (unsere Kreditratings für staatliche Emittenten drücken lediglich eine Meinung über die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls aus, nicht über Zahlungen nach dem Zahlungsausfall). Alles in allem würde unser endgültiges Rating von ESBies vermutlich dennoch nicht stark von den Ergebnissen abweichen, die sich aus dem skizzierten Ansatz ergeben, d.h. sie würden in die unteren Kategorien des Investment-Grade-Bereichs fallen.

Sollten ESBies einen beträchtlichen Anteil am Markt für Staatsanleihen ausmachen, dann könnte sich allerdings auch eine Änderung der Anreizwirkungen ergeben. Zahlungsausfälle staatlicher Schuldner könnten wahrscheinlicher werden als derzeit. In einer Welt, in der Banken ESBies statt Bonds des eigenen Herkunftslands halten, würde der Bankrott des Heimatstaates keinen Zusammenbruch des nationalen Bankensystems bewirken. In einem solchen Umfeld wäre ein Staatsbankrott möglicherweise nicht mehr so abschreckend, denn die Auswirkungen auf den Finanzsektor würden vor

allem im Ausland spürbar.

Da EJBies (die nachgeordnete Tranche) die ersten Verluste tragen, wenn kein Liquiditätspuffer vorhanden ist, ist damit zu rechnen, dass sie ausfallen, wenn eine der Anleihen im zugrundeliegenden Portfolio ausfällt. Die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls bei einem Staat der Eurozone entspricht derzeit 'B-' (dem Rating für Griechenland). Das wäre daher auch das wahrscheinliche Rating für EJBies.

## ESBie-Ratings sind noch in weiter Ferne

Die Einführung von ESBies könnte durch mehrere operative und strukturelle Herausforderungen erschwert werden. Insbesondere stellt sich die Frage, wie ein Rating erlangt werden soll, das einer "sicheren" Kapitalanlage entspricht, etwa die Note 'AAA'. Im Augenblick sind ESBies und ESJies eine bloße Idee. Es sind keine begeben worden und es ist uns kein Term Sheet zu diesen angedachten Wertpapieren bekannt.

All unsere Überlegungen zu etwaigen ESBies und ESJies gründen daher ausschließlich auf Annahmen und auf häufig zitierten Äußerungen aus der derzeitigen Diskussion. Sollten ESBies und ESJies in Zukunft an den Markt kommen, können sie Merkmale aufweisen, die Ratings außerhalb der in diesem Artikel angeführten indikativen Spanne zur Folge hätten. Angesichts der zu erwartenden Konzentration des zugrundeliegenden Staatsanleihe-Portfolios sowie der Korrelation des Ausfallrisikos werden die Ratings für ESBies aber voraussichtlich im unteren der Investment-Grade-Bereich liegen.

(Inoffizielle Übersetzung von „How S&P Global Ratings Would Assess European „Safe“ Bonds (ESBies)“, 25. April 2017)

## Related Research

- Sovereign Ratings History, April 11, 2017
- Default, Transition, and Recovery: 2016 Annual Sovereign Default Study And Rating Transitions, April 3, 2017
- Sovereign Debt 2017: Eurozone Commercial Borrowing To Stabilize At €871 Billion In 2017, Feb. 23, 2017
- Standard & Poor's Takes Various Rating Actions On 16 Eurozone Sovereign Governments, Jan. 13, 2012

## External Research

- European Systemic Risk Board: "ESBies: Safety in the tranches", Working Paper Series 21, September 2016.

Only a rating committee may determine a rating action and this report does not constitute a rating action.

### Additional Contact:

SovereignEurope; SovereignEurope@spglobal.com

Copyright © 2017 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgement as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) and [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.