



WYBRANE ZADANIENIAPRZYDANE W PRACACH SYSTEMOWYCH DOT. RYNKU LISTÓW ZASTAWNYCH W INNYCH KRAJACH

1. Warunki nadawania ratingu przez agencje ratingowe listom zastawnym.
 - a) Moody's
 - b) Fitch
 - c) Standard & Poor's
2. Zmiana cen listów zastawnych w różnych krajach w okresie kryzysu/ kształtowanie się cen listów zastawnych w przypadku systemów, w których jednocześnie funkcjonują specjalistyczne banki hipoteczne i banki uniwersalne i obydwa typy banków mogą emitować listy zastawne.
3. Informacja o 4 modelach emisji listów zastawnych w Danii, Niemczech, Hiszpanii i Francji.

1. Warunki nadawania ratingu przez agencje ratingowe listom zastawnym.

a) Moody's

Metodologia ratingu stosowana przez Moody's opiera się na 2 głównych etapach:

- I. Model EL (*expected loss*) – rating określa się na podstawie wartości **straty oczekiwanej (EL)** – kalkulacja *expected loss* bierze pod uwagę przede wszystkim standing emitenta, ale również – wartość cover pool w sytuacji upadłości banku. Główne czynniki, które mogą mieć wpływ na wartość cover pool obejmują:
 - jakość zabezpieczenia w puli;
 - ryzyko refinansowania w sytuacji default [Moody's wymaga, aby przepływy z aktywów zabezpieczających emisję były w stanie zaspokoić inwestorów przez 5 lat; ponadto zwykle zakłada się, że ryzyko refinansowania dotyczy 50% aktywów w puli zabezpieczającej];
 - ryzyko stopy procentowej/ walutowe, na jakie wystawione jest cover pool – tu pod uwagę bierze się głównie: poziom zmienności stóp %/ kursu FX; rozmiar puli aktywów wystawionych na ww. ryzyka; przeciętny czas wystawienia aktywów na ww. ryzyka [w sytuacji niewypłacalności emitenta zakłada się, że będzie to 5 lat]

Każdy z powyższych czynników jest poddawany stress-testowi przeprowadzanemu przy założeniu default emitenta. Jakość kredytową cover pool mierzy się poprzez określenie wartości *collateral score* – mierzącą stopień pogorszenia jakości aktywów



zabezpieczających w sytuacji niewypłacalności emitenta (im wyższa jakość cover pool, tym wartość collateral score jest niższa).

- II. Określenie współczynnika **Timely Payment Indicator** – prawdopodobieństwo z jakim inwestor w listy zastawne będzie otrzymywał płatności w sytuacji upadłości emitenta. TPI przybiera wartości od: „bardzo wysokie” do „bardzo mało prawdopodobne”

b) Fitch

Metodologia ratingu stosowana przez Fitch koncentruje się wokół wskaźnika PD (*probability of default*), ponadto wagę przykładają się także do okresu następującego po default. W tym kontekście „default” definiowane jest przez agencję jako ten moment, w którym płatności z tytułu covered bonds nie są dokonywane w całości lub w części.

Rating określa się w 3 etapach:

- I. Pomiar D-Factor (Discontinuity Factor), który w skali 0-100 mierzy prawdopodobieństw zaprzestania płatności z tytułu emisji listów zastawnych w sytuacji upadłości emitenta. Współczynnik D-Factor wyniesie ‘0’ w sytuacji „całkowitej ciągłości płatności” a ‘100’ w sytuacji „połączonego defaultu emitenta i listów zastawnych”
- II. Modelowanie Cash-Flow – agencja bada przepływ środków finansowych w połączeniu z jakością aktywów stanowiących zabezpieczenie i ich zdolnością do podtrzymania płatności z tytułu listów zastawnych (w tym: uwzględnia się poziom nadzabezpieczenia)
- III. Określenie Recovery Rates – to określenie maksymalnego poziomu ratingu na podstawie analizy PD, Fitch bierze także pod uwagę oczekiwany poziom odzysku – na tej podstawie rating może być podniesiony o 2-3 poziomy powyżej ratingu wynikającego z kalkulacji PD.

c) Standard & Poor’s

Podejście stosowane przez S&P kładzie szczególny nacisk na związek pomiędzy ratingiem emitenta, ratingiem długu niezabezpieczonego i ratingiem listów zastawnych. Przypisanie instrumentu do określonej „kategorii ryzyka” jest pochodną kilku czynników: od otoczenia regulacyjnego dla listów zastawnych aż do historycznej i systemowej roli listów zastawnych na danym rynku. Kluczowe znaczenie w określaniu ratingu S&P ma kwestia niedopasowania terminowego aktywów i pasywów (*maturity mismatch*) oraz szacowana płynność aktywów zasilających covered pool. Głównym wskaźnikiem, szacowanym przez S&P jest ryzyko niedopasowania aktywów i pasywów (Asset Liability Mismatch risk – ALMM) – jeżeli dana emisja jest narażona na to ryzyko, maksymalny rating jaki może zostać jej przypisany to rating emitenta + 7 poziomów.



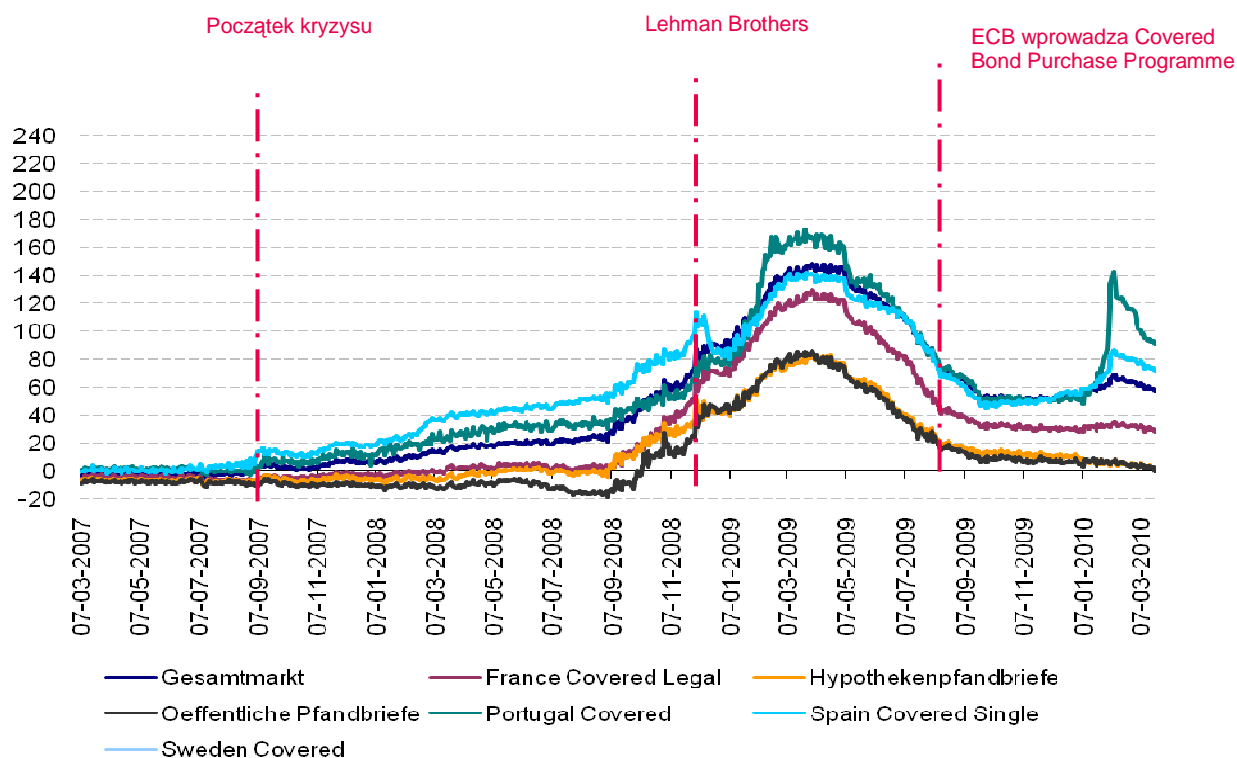
Główne czynniki, mające wpływ na określenie ratingu wg S&P, to:

- I. Ryzyko aktywów – gł. przeprowadza się stress-test dot. funkcjonowania cover pool w sytuacji default
- II. Ryzyko cash flow – w tym: zarządzanie niedopasowaniem terminowym pomiędzy cover pool i listami zastawnymi; dostęp do alternatywnych źródeł fundingu dla powiernika;
- III. Ryzyko prawne – m.in. uregulowania kwestii segregacji aktywów, ujęcie instrumentów hedgingowych, regulacje dot. instytucji powiernika i zarządzania cover pool
- IV. Ryzyko operacyjne i administracyjne – w tym organizacja banku emitenta i jego polityka biznesowa, cykl kredytowy aktywów zabezpieczających
- V. Ryzyko kontrahenta (counterparty risk) – przegląd umów derywatowych, zabezpieczających ryzyko stopy procentowej/ walutowe.

2. Zmiana cen listów zastawnych w różnych krajach w okresie kryzysu/ kształtowanie się cen listów zastawnych w przypadku systemów, w których jednocześnie funkcjonują specjalistyczne banki hipoteczne i banki uniwersalne i obydwa typy banków mogą emitować listy zastawne.

Przed pierwszą fazą kryzysu (lipiec 2007) różnice w europejskich porządkach prawnych dla listów zastawnych nie miały swego odbicia w cenie instrumentu (por. wykres 1).

Wykres 1. Spreads dla listów zastawnych/ Covered Bond swap spreads (w pkt. baz.) – cz.I



źródło: LBBW

Po rozpoczęciu się kryzysu stało się jasne, że inwestorzy zaczęli dokonywać rozróżnienia pomiędzy różnymi typami listów zastawnych (LZ). Po bankructwie banku Lehman Brothers wszystkie spready wzrosły, ale porównując do innych instrumentów – takich jak niezabezpieczone obligacje bankowe – wzrost ten był mniej dramatyczny (najmniejszy - w przypadku niemieckich listów zastawnych). Na początku 2010 r. spready LZ w większości wróciły do normalnego poziomu, zbliżonego do tego sprzed kryzysu – w szczególności było to obserwowane na bardziej konserwatywnych rynków LZ, że względu na fakt, że inwestorzy przykładają znacznie więcej uwagi do bezpieczeństwa wynikającego z różnych systemów prawnych. Widać to na przykładzie wzrostu spreadów portugalskich listów zastawnych, będący rezultatem ostatnich problemów portugalskiej gospodarki. Jeżeli

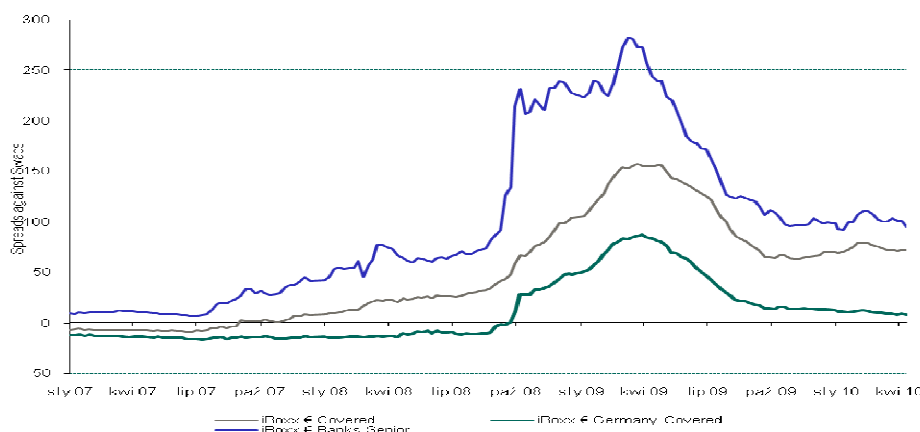
chce się stworzyć instrument refinansowania odporny na kryzys, zapewnienie bezpieczeństwa systemu prawnego ma znaczenie kluczowe.

O ile I faza kryzysu finansowego (2007-2009) miała podłoże płynnościowe, o tyle II faza kryzysu finansowego (od 2010 r.) jest już efektem kryzysu zadłużenia, któremu towarzyszy wzrost oprocentowania większości papierów rządowych. Szczególności, w połowie ubiegłego roku odnotowano znaczny wzrost cen papierów rządowych w większości krajów EU. Poza krajami szczególnie dotkniętymi kryzysem zadłużenia (Hiszpania, Włochy), w większości krajów nie doszło jednak do większego poszerzenia widełek spreadowych dla LZ.

Ogólnie można jednak stwierdzić, że LZ okazał się wielkim zwycięzcą kryzysu, bowiem nie można było dotąd tak dobrze przedstawić jego zalet (np. w porównaniu do refinansowania się długiem niezabezpieczonym), jak właśnie w trudnych warunkach, podczas kryzysu.

Trzeba jednak mieć na uwadze, że zarówno niemieckie, jak i francuskie listy zastawne mają bardzo silną bazę inwestorów krajowych, co także pozwoliło na ustabilizowanie tych instrumentów podczas kryzysu. Bazy takiej nie mają natomiast listy portugalskie czy irlandzkie, przez co są one bardziej podatne na wstrząsy i to (abstrahując od ryzyka kraju) także tłumaczy wzrosty spreadów instrumentów. Porównując spready niemieckich Pfandbriefów, listów zastawnych całej strefy euro oraz niezabezpieczonych obligacji bankowych strefy euro (por. wykres 2), można także zauważyć wartość konserwatywnych Pfandbriefów – po kryzysie ich spready osiągnęły niemal normalną, przedkryzysową wartość, podczas gdy obligacje bankowe w strefie € nadal są dalekie od takiego stanu.

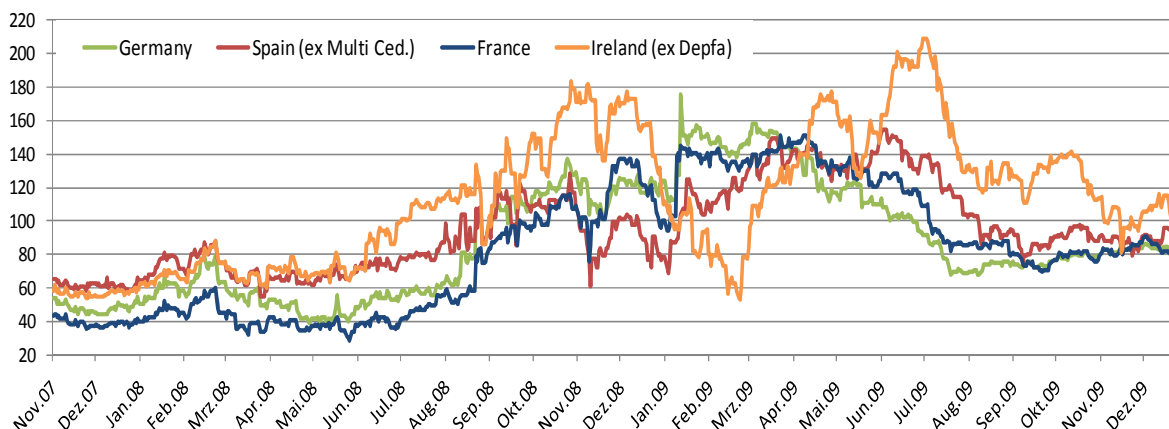
Wykres 2. Spread vs. swap



źródło: vdp

Na bardziej rozwiniętych rynkach, listy zastawne stanowią swego rodzaju **substytut dla papierów rządowych** ze względu na swoją stabilność – i ta cecha utrzymała się także podczas kryzysu (por. wykres 3).

Wykres 3. Listy zastawne vs. papiery skarbowe (różnica w oprocentowaniu w punktach bazowych)



źródło: vdp

Odwołując się ponownie do przykładu konserwatywnego rynku niemieckiego można stwierdzić, że aby przyciągnąć zainteresowanie inwestorów, listy zastawne musiały być oprocentowane o 40-60 punktów ponad papiery skarbowe przed kryzysem i nawet o 160 punktów podczas kryzysu.



3. Informacja o 4 modelach emisji listów zastawnych w Danii, Niemczech, Hiszpanii i Francji

Instrument	Denmark	Germany		Spain	France
	Realkreditobligationer	Public Pfandbriefe	Mortg. Pfandbriefe	Cédulas Hipotecarias	Obligations Foncières
I. STRUCTURE OF THE ISSUER					
Who is the issuer?					
Universal credit institution				X	
Universal credit institution with a special license		X	X		
Specialized credit institution	X			X	X
Specialized financial institution					
Other					
Where are the cover assets located? (accounting treatment)					
directly on B/S of the issuer	X	X	X	X	X
in subsidiary, consolidated with B/S of the issuer					
off-B/S					
II. FRAMEWORK					
What governs covered bond issuance?					
Specific covered bond legislation	X	X	X	X	X
Contractual arrangements					
What is the legal framework for bankruptcy of the issuer for covered bonds?					
General insolvency law					
Specific legal framework superseding the general insolvency law	X	X	X	X	X
III. COVER ASSETS					
What types of assets may be included in the cover pool ?					
Exposures to public sector entities	X	X	X		X
Exposures to credit institutions	X	X	X		
Mortgage loans	X		X	X	X
Senior MBS issued by securitisation entities					X
Ship loans					
What is the geographical scope for public sector assets?					
Domestic	X	X			
Multilateral development banks		X			X
EEA		X			X
CH, USA, Canada, Japan		X			
OECD					



Worldwide					
What is the geographical scope for mortgage assets?					
Domestic			X		
EEA	X		X	X	X
CH, USA, Canada, Japan	X		X		X
OECD	X				
Are there regular covered bond specific disclosure requirements to the public?					
Yes, by law		X	X	X	X
Yes, by contract					
Yes, by voluntary disclosure	X				
No					
IV. VALUATION OF THE MORTGAGE COVER POOL & LTV CRITERIA					
Are there legal provisions for property valuation?					
Yes	X		X	X	X
No					
What is the basis for property valuation?					
mortgage lending value	X		X	X	X
market value					
other					
What are the LTV limits (single asset based)?					
Residential	80%		60%		80%
Commercial	60%		60%		60%
Agricultural	70%		60%		
Ships					
Is there any additional LTV limit on a portfolio basis?					
yes					
no	X		X	X	X
Are loans in excess of LTV limits eligible for inclusion in the cover pool?					
yes			X		X
no	X			X	
V. ASSET-LIABILITY GUIDELINES					
Are there risk mitigating					



provisions for:					
a) Interest rate risk(s):					
By legislation/regulation	X	X	X		X
By contractual obligation					
By published voluntary commitments					
Other				X	
No					
b) Foreign exchange risk(s):					
By legislation/regulation	X	X	X		X
By contractual obligation					
By published voluntary commitments					
Other				X	
No					
c) Maturity mismatch risk(s):					
By legislation/regulation	X				X
By contractual obligation					
By published voluntary commitments					
Other					
No		X	X		
Is mandatory overcollateralisation required?					
By legislation/regulation	X	X	X	X	X
By contractual obligation					
By published voluntary commitments					
Other					
VI. COVER POOL MONITOR & BANKING SUPERVISION					
Is there a cover pool monitor independent from the issuer?					
Yes, individual appointed/approved by the regulator		X	X		X
Yes, by regulatory authority					
other					
No	X			X	
Is there a special banking supervision according to UCITS 22(4)?					
Yes	X	X	X	X	X
No					
VII. SEGREGATION OF ASSETS & BANKRUPTCY REMOTENESS					
What is the cover pool?					
All the B/S assets					X
Qualifying assets					
assets registered in the cover register	X	X	X	X	



How are the covered bondholders protected against claims from the other creditors in case of insolvency of the issuer?					
Segregation from the general insolvency estate by law	X	X	X	X	
Segregation from the general insolvency estate by contract					
Preferential claim within the general insolvency procedure					X
Specific cover pool administration		X	X		
Is there recourse to the issuer's insolvency estate upon a cover pool default?					
yes, senior to unsecured creditors	X				
yes, pari passu with unsecured creditors		X	X	X	
no recourse					
not relevant					X

Opracowano:
Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego
18/06/2012