

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 256, August 2014

Presseinformation

Wien/Salzburg, 7. August 2014

Wir behandeln folgendes Thema:

Quo vadis, Ratingagenturen?

- Die Macht der auch als „big three“ bekannten Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch hat in den letzten Jahrzehnten enorme Ausmaße angenommen. Worauf gründet sich dieser Einfluss?
- Der Prozess der Rating-Entscheidung ist lange und umfangreich. Welche Kriterien werden verwendet und kann ein Rating den Anspruch auf Objektivität erfüllen?
- Die Treffsicherheit von Ratings lässt sich im Rückspiegel durch die historischen Ausfallraten gut analysieren. In Extremszenarien, wie der Finanzkrise, ist allerdings jede Statistik obsolet.
- Welche Chancen haben neue Ratingagenturen, die Macht der „großen Drei“ zu brechen?

„Es gibt auf der Welt zwei Supermächte. Die USA können dich durch den Abwurf von Bomben zerstören, Moody's zerstört dich durch eine Herabstufung der Bonität – und nicht immer ist klar, wer mehr Macht hat“, schrieb der US-Journalist Thomas Friedman im Jahre 1995 über den bereits damals enormen Einfluss der Ratingagenturen. Dabei lässt deren ureigenste Aufgabe zunächst nichts über eine derartige Allgewalt vermuten: Eine Ratingagentur dient dazu, dem Auftraggeber eine unabhängige Auskunft über die Kreditwürdigkeit eines Schuldners zu geben, um dadurch die Ausfallswahrscheinlichkeit von Forderungen abschätzen zu können. Im Finanzsektor sind vor allem die Ratings von Anleihe-Emittenten von Interesse, also Staaten und Unternehmen.

Das Rating-Monopol geht auf die SEC zurück

Der Markt für Ratingagenturen wird weltweit von den sogenannten „big three“ bestimmt – Moody's, S&P und Fitch –, welche zusammen 95% aller Ratings vergeben und de facto eine „Zulassungsstelle für den Kapitalmarkt“ darstellen. Diese für viele andere Branchen illusorische Monopolstellung lässt sich auch anhand der Umsatzrenditen der „big three“ von teilweise über 40% ermessen. Moody's und S&P hatten bereits Jahrzehnte lang Zeit, sich das Vertrauen der Märkte zu erarbeiten, ehe der Weg zum Rating-Monopol im Jahre 1975 durch die US-Börsenaufsicht SEC endgültig geebnet wurde, als diese den „big three“ die alleinige Hoheit über sämtliche Ratings am US-Kapitalmarkt verlieh. Mit der Zeit wurden gewisse Mindest-Ratings in unzähligen Vorschriften staatlicher Stellen verankert, sodass die Agenturen immer mehr Macht gewannen.

Auch Europa vertraut nach wie vor den „big three“

In Europa ist die EU-Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA für die Kontrolle und Zulassung der Ratingagenturen zuständig. Es sind nicht nur die „big three“, welche generell zugelassen sind, aber da nur diese drei die Ressourcen haben, um tatsächlich alle international wichtigen Unternehmen und Staaten zu raten, greift man auch diesseits des Atlantiks vor allem auf deren Urteil zurück – wie etwa die EZB, indem sie ein Mindest-Rating für jene Sicherheiten ansetzt, die Banken für Kreditausleihungen bei ihr hinterlegen müssen. Verliert ein Schuldner sein „Investmentgrade Rating“, werden dessen Anleihen nicht mehr als Sicherheiten akzeptiert, welche damit einen Gutteil ihrer Abnehmer verlieren. Auch die meisten Rentenfonds sind an Rating-Vorgaben der „big three“ gebunden. Des Weiteren beinhalten die unter „Basel II“ bzw. neuerdings „Basel III“ bekannten Vorschriften zur Eigenkapitalhinterlegung von Banken das externe Rating als Messgröße für die Qualität der Aktiva.

Das Rating – die sich selbst erfüllende Prophezeiung

Durch diesen hohen Anteil an Rating-gekoppelten Bestandteilen von Kreditverträgen und Wertpapierbedingungen wird das Rating zur sich selbst erfüllenden Prophezeiung, welche eine Unternehmenskrise erheblich verschlimmern oder gar erst schaffen kann. Verschlechtert sich das Rating, muss der Schuldner für die Aufnahme von neuem Fremdkapital höhere Zinsen bezahlen. Ratings beeinflussen also auch die Kosten der Staatsverschuldung. Wer ohnehin Probleme mit der Liquidität oder dem Vertrauen der Märkte hat, wird zusätzlich in Bedrängnis gebracht. Eine Bonitätsverbesserung oder -verschlechterung (auch Rating-Up- bzw. Downgrade genannt) hat also verstärkende Wirkung, wodurch die „big three“ auch im Mittelpunkt diverser politischer und wirtschaftlicher Interessen stehen. Bei so viel Einfluss wäre es aller Dementi zum Trotz nicht verwunderlich, wenn Kalkül und Fingerspitzengefühl manchmal Vorrang vor der vermeintlich objektiv richtigen Rating-Entscheidung hätten – gerade dann, wenn man sich die Eigentümer- und Kapitalstruktur von S&P und Moody's vor Augen führt. Beide sind eng mit denselben, die modernen Finanzmärkte dominierenden Akteuren verflochten, so halten etwa die weltweit größten Fondsgesellschaften wie Vanguard, State Street oder BlackRock Anteile an beiden Agenturen.

Die Konkurrenz fristet ein Schattendasein

Es gibt sie, die Konkurrenz der „big three“, und das sogar schon relativ lange – DBRS aus Kanada etwa oder Dagong aus China. Bei letzteren verfügt die USA pikanterweise über kein AAA-Rating, da die Agentur die Staatsverschuldung stärker gewichtet. Insgesamt sind weltweit über 100 Ratingagenturen aktiv, zumeist aber nur innerhalb bestimmter Branchen oder Marktnischen. So gibt es neben den auf den Mittelstandsmarkt spezialisierten Agenturen auch Firmen, die sich etwa der Bewertung von Solaranlagen verschrieben haben oder Spezialisten für nachhaltige Investments samt „Öko-Rating“ sind. Die immer politischere Note von Ratings wird auch dadurch deutlich, dass Russland und China mittlerweile eine gemeinsame Ratingagentur als Gegengewicht zu den „big three“ planen – Hintergrund ist die Kritik der beiden Staaten an der ihrer Ansicht nach zu starken politischen Färbung der amerikanisch dominierten Ratings.

Quantitative und qualitative Entscheidungsfindung

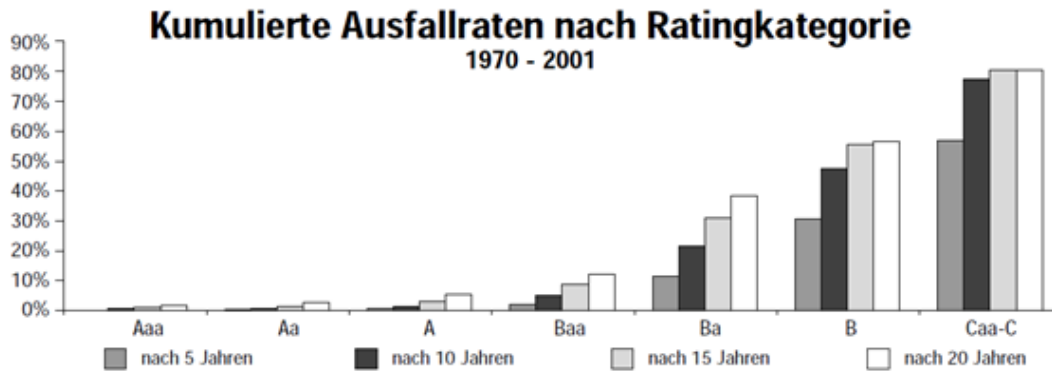
Die Kriterien, die einem Rating zugrunde liegen, lassen sich grob in quantitative und qualitative Faktoren aufteilen. Quantitativ meint vor allem die Analyse der Bilanz und gewisser Kennzahlen, wobei großer Wert auf die Nachhaltigkeit der Gewinne und des Umsatzwachstums gelegt wird. Eine wichtige Bilanzkennzahl, die Aufschluss über den Unternehmenserfolg gibt und somit eine gute Bonitätseinschätzung begünstigt, ist die Rentabilität. Sie errechnet sich aus dem Verhältnis zwischen EBIT (Gewinn vor Zinsen und Steuern) und den gesamten Umsatzerlösen. Fast noch wichtiger für ein gutes Rating ist der aus der GuV-Rechnung ablesbare „free cash flow“. Dieser gibt an, wie viel Geld dem Unternehmen zur Bezahlung von Dividenden oder zur Rückzahlung von Verbindlichkeiten aus den eigenen Gewinnen bleibt. Darüber hinaus wird die Bilanz hinsichtlich der Anteile gewisser Posten an der gesamten Bilanzsumme analysiert. Entscheidend für ein gutes Rating ist etwa eine geringe Verschuldung im Verhältnis zum Ergebnis, ein geringer Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital, aber auch die relative Höhe gewisser Aufwände.

Typische qualitative Faktoren wären die Marktposition des Unternehmens, die Produktpalette, die Qualifikation des Managements sowie die Anfälligkeit für externe Faktoren, wie etwa Rohstoffpreise, Branchenentwicklung oder Gesamtkonjunktur.

Auch die kleineren Ratingagenturen orientieren sich – sowohl hinsichtlich der Methodik als auch des Benotungsschemas von AAA bis C – an den „big three“, sie sind aber ein wenig auskunftsfreudiger, was die öffentliche Nachvollziehbarkeit ihrer Methodik betrifft. Euler Hermes, spezialisiert auf den Mittelstandsmarkt, unterteilt den Prozess zur Vergabe eines Vollratings in vier Analysebereiche: *Finanzen*, wo es um die bereits erwähnte kennzahlenorientierte Bilanzanalyse geht, das *Marktumfeld*, getreu dem Grundsatz, dass sich kein Unternehmen der Entwicklung seiner Branche entziehen kann, *Strategie und Planung*, wo man eine zukunftsorientierte Perspektive einnimmt und die strategische Ausrichtung und Finanzplanung des Unternehmens bewertet, und schließlich die *Managementqualität* unter spezieller Berücksichtigung der internen Steuerungsprozesse und des Risikomanagements. Zwei bis drei Rating-Analysten statuen dem Unternehmen einen persönlichen Besuch ab und erarbeiten dann ihr Rating, über welches – ganz nach dem Vorbild der „big three“ – nochmals in einem Ratingkomitee diskutiert und final entschieden wird. Die Entscheidungsfindung zu Emittenten-Ratings ist in Form von Rating-Berichten dokumentiert, diese sind allerdings in der Regel nicht für gewöhnliche Privatanleger bestimmt.

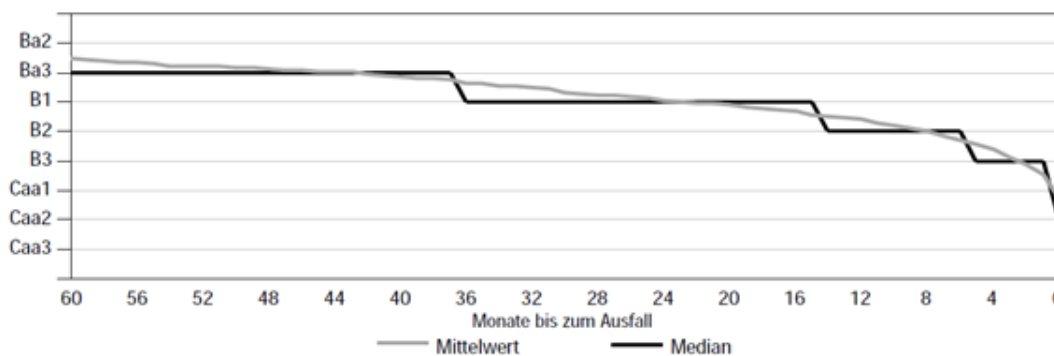
Historische Ausfallsraten – langfristig sicher sind nur A-Ratings

Welche Prognosesicherheit können nun Ratings bieten? Die im Folgenden abgebildeten Grafiken zeigen ein an und für sich erwartetes Bild. Die Ausfallsraten im A-Bereich sind vernachlässigbar, während unterhalb der Investment-Grade-Grenze, also im Ba-Bereich (dies entspricht einem BB-Rating in der Systematik von S&P) und darunter, die Zahlungsausfälle rapide ansteigen. Man sieht außerdem, dass es bei schlechteren Schuldnern umso mehr ins Gewicht fällt, auf welche Zeitspanne hin man sein Geld verleiht. Die zweite Grafik zeigt an, aus welchen Rating-Kategorien im Durchschnitt der Absturz auf „Default“ (also in die Pleite) erfolgt ist. Drei Jahre vor der Pleite war demzufolge das Gros der entsprechenden Unternehmen bereits im spekulativen BB-Bereich geratet, die Herabstufung in den C-Bereich ging dem Default schon unmittelbar voraus.



Quelle: Moody's

Ratingmittelwert und -median vor Eintritt eines Zahlungsausfalls 1983 - 2001



Hinweis: Zur Berechnung des „Mittelwerts“ wird jedes Rating mit einer ganzen Zahl gleichgesetzt, z. B. Aaa = 1, Aa1 = 2 usw., und aus diesen Zahlen der Durchschnitt gebildet.

Quelle: Moody's

Die Finanzkrise – als die Ratings aus dem Ruder liefen

Diese Grafiken täuschen leider insofern, als dass sie zwar den statistischen Durchschnitt über einen sehr langen Zeitraum hinweg abbilden, im Extremfall einer Finanzkrise aber jede Aussagekraft verlieren. Bereits vor der globalen Krise lagen die Ratingagenturen bei einigen spektakulären Unternehmenspleiten gehörig daneben und erkannten die Probleme viel zu spät – konkret betraf dies die Ratings von Enron, Worldcom und Parmalat. Noch eklatanter war die Fehleinschätzung im Falle von Island, das noch wenige Monate vor dem Kollaps des Bankensystems und Beinahe-Staatsbankrotts ein Aaa-Rating bei Moody's vorzuweisen hatte.

Auch wenn die konkreten Modelle und Algorithmen, die die Ratingagenturen verwenden, nicht endgültig nachvollziehbar sind, können Analysten mit eigenen Modellen die vergangenen Ratingeinschätzungen der Agenturen gut nachvollziehen – zumindest für die Zeit vor der Finanzkrise. Für den Zeitraum unmittelbar vor und während der Krise zeigte sich, dass die Indikatoren schon einige Monate lang nach unten zeigten, als die Bonitätsnoten noch ungebrochen gut waren. Die Modelle der externen Analysten zeigten allerdings für den Zeitraum der Krise keinen so starken Bonitätsabfall wie er durch die Downgrades der Agenturen ausgedrückt wurde, zudem reflektieren sie jetzt, wo die Agenturratings der Euro-Krisenstaaten noch im Keller sind, bereits deutliche Besserung. Demnach scheinen die Ratingagenturen oft zu spät zu reagieren, und zwar in beide Richtungen.

Die bisher vertane Chance für neue Ratingagenturen

All das wäre nun für alternative Agenturen Grund und Chance genug gewesen, treffsicherere Bonitätsbewertungen abzugeben. Doch im Bereich des bereits erwähnten Mittelstandsmarktes, einem noch relativ jungen Marktsegment, das vor allem in Deutschland von mittelständischen Unternehmen zur Mittelbeschaffung am Kapitalmarkt in Form von Anleihe-Emissionen genutzt wird, wurde dieser Anspruch ganz und gar nicht erfüllt. Hier sind bisher vor allem die Anbieter Creditreform, Scope und Euler Hermes als Ratingagenturen tätig. Bereits 15% der Unternehmen dieses Segmentes waren nicht in der Lage, die Zahlungen an ihre Anleihegläubiger ordnungsgemäß zu leisten. 15% binnen weniger Jahre – bei erneutem Blick auf die historischen Ausfallraten der etablierten Agenturen dürfte man dem Mittelstands-Segment somit im Durchschnitt gerade noch ein B-Rating zugestehen. Tatsächlich jedoch wurden die überwiegende Mehrzahl der entsprechenden Unternehmen zum Zeitpunkt der Anleihe-Emission mit Ratings zwischen BB+ und BBB+ bedacht – darunter auch etliche jener Unternehmen, die nur Monate später in die Pleite schlitterten. Auch wenn im einen oder anderen Fall Informationen seitens der Unternehmen bewusst zurückgehalten wurden, so entsteht hier sicherlich nicht zu Unrecht der Eindruck von Gefälligkeitsratings, die vergeben wurden, um sich auch in Zukunft im hart umkämpften Markt der Ratingagenturen einen Anteil am Kuchen zu sichern.

Die Kundenbeziehung als Interessenskonflikt

Manche Ratings werden auch ohne konkreten Auftrag vergeben – gerade von kleinen oder neuen Agenturen, die zu Zwecken der Reputation und Etablierung in Vorleistung gehen. In diesem Fall basieren die Ratings lediglich auf öffentlich bekannten Informationen und könnten daher geringere Aussagekraft haben. Die Tatsache, dass aber in den allermeisten Fällen der Emittent selbst als Auftraggeber eines Ratings auftritt, birgt einen Interessenskonflikt in sich. Die Agentur verliert Einnahmen, sollte ein Kunde aufgrund eines als zu schlecht empfundenen Ratings den Anbieter wechseln. Die Gefahr von diesbezüglicher Befangenheit ist naturgemäß bei kleineren Agenturen mit geringerem Kundenstock umso größer.

S&P reagiert nun mit einem neuen Ansatz auf den hohen Bedarf an Expertise im Bereich der ungebrochen boomenden Unternehmensanleihen und Privatplatzierungen (so nennt man Emissionen, die nur für einen bestimmten Großkunden begeben werden und nicht öffentlich vertrieben werden). Die Agentur bietet unter dem Logo MME (Mid-Market-Evaluation bzw. Mittelstands-Bonitätseinschätzung) eine unabhängige Meinung zur Kreditwürdigkeit eines Unternehmens, die jedoch nicht einem teuren Vollrating entspricht und auch nicht als solches veröffentlicht wird. Auftraggeber ist hierbei auch nicht mehr der Emittent, sondern der Investor. S&P sieht diese Bonitätseinschätzung lediglich als Ergänzung zur eigenen Risikoanalyse des Kunden. Interessant ist in diesem Zusammenhang auch eine auf der Homepage von S&P zu findende Präsentation, in der es sinngemäß heißt, dass S&P die internationalen Bemühungen, die übermäßige Abhängigkeit der Märkte von Ratings zu reduzieren, begrüßt, sowie auch das Entfernen der Ratings aus aufsichtsrechtlichen Vorschriften befürwortet. Diese Aussagen haben wohl damit zu tun, dass Ratings ausdrücklich als Meinungen im Sinne der Meinungsfreiheit anzusehen sind und keinesfalls eine Beratung oder Empfehlung, für die die Agentur zur Verantwortung gezogen werden könnte, darstellen.

Fazit: Noch haben die „big three“ alles fest im Griff

Im Mai 2013 hat die EU eine Verordnung erlassen, die die Ratingagenturen stärker regulieren soll. Unter anderem wird die zivilrechtliche Haftung der Agenturen angestrebt, außerdem sollen Ratings öfter aktualisiert werden müssen und transparenter werden. Auch der übermäßige Rückgriff auf Ratings seitens staatlicher

Stellen, wie Pensionskassen, soll vermindert werden, um das herrschende hohe Abhängigkeitsverhältnis zu den „big three“ zu lockern. Nachdem auch bereits die Schaffung einer gemeinsamen europäischen Ratingagentur scheiterte, sind auch diese Bestrebungen bisher nur auf dem Papier existent. Es wird ein Umdenken der Marktteilnehmer selbst erfordern, was das Bewerten von Risiken betrifft. Das herkömmliche Agenturrating könnte dann nur noch ein Instrument von mehreren sein – auch die Analysen von auf spezielle Branchen spezialisierten Research-Anbietern könnten in Zukunft stärker einfließen, aber auch das Urteil von alternativen Ratinghäusern mit beispielsweise einem Nachhaltigkeits-Ansatz. Tatsache ist jedoch, dass die Dominanz der „big three“ derzeit noch ungebrochen ist und deren Einfluss auf die globalen Märkte als weiterhin sehr hoch anzusehen ist.

Stefan Traunmüller, CPM
Wertpapierhändler
Schoellerbank AG
Tel. +43/662/86 84-2931

Rückfragen bitte auch an:
Mag. Rolf Reisinger, Direktor
Kommunikation und Public Relations
Schoellerbank AG
Tel: +43/662/86 84-2950
5024 Salzburg, Schwarzstraße 32
rolf.reisinger@schoellerbank.at

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#)

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 12 Standorten und 315 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von rund 9,1 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria.
Mehr Informationen unter: www.schoellerbank.at

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthält weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen. Die Quellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Weder die Schoellerbank AG, noch eines ihrer Geschäftsführungs-, Vorstand- oder Aufsichtsratsmitglieder, ihrer Angestellten oder sonstigen Personen übernimmt ausdrücklich oder stillschweigend die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung der vorliegenden Informationen entstehen.

Sämtliche in der vorliegenden Information enthaltenen Schätzungen oder Werturteile sind das Resultat einer unabhängigen Einschätzung unserer Finanzanalysten. Sie geben unsere Überzeugung zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Erklärung der Analysten: Die Entlohnung der Verfasser hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder Sichtweisen, die in den vorliegenden Informationen geäußert werden, zusammen. Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ ausgehändigt werden.