



Vertrauen durch Transparenz

Im „Standpunkt German Mittelstand“ äußert sich das Team um Ralf Meinerzag (CIO des STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I) regelmäßig zum Markt für Mittelstandsanleihen und Fragen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen. In dieser Ausgabe befassen wir uns mit der Transparenz der Rating-Methodiken der wesentlichen Player im Marktsegment der Mittelstandsanleihen.

Ein weit verbreitetes Sprichwort besagt: „Glaube keiner Statistik, die du nicht selbst gefälscht hast.“ Den Glauben an Ratingagenturen im Bereich der Ratings von Mittelstandsanleihen haben viele Investoren verloren. Das Image der Ratingagenturen ist angekratzt und ihre Glaubwürdigkeit steht in der Kritik. Dabei ist gerade das Stichwort Transparenz über die Kreditqualität von Unternehmen ein zentrales Thema bei einer Finanzierung über den Kapitalmarkt. Ein Unternehmensrating soll eine allgemeine Einschätzung zur Bonität eines Unternehmens liefern. Zusätzlich zum Unternehmensrating kann ein Emissionsrating, das vertragliche und strukturelle Elemente einer Emission berücksichtigt, eine Einschätzung der Agentur über die Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleihe geben. Ralf Meinerzag, CIO des STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I: „Damit dienen Ratings noch lange nicht als alleiniges Entscheidungskriterium für ein Investment, sollten aber als unabhängige und glaubwürdige Drittmeinung ein wesentlicher Baustein zur Ergänzung der eigenen Risikoanalyse eines institutionellen Investors sein.“ Dadurch tragen Ratingagenturen eine große Verantwortung.

Jedoch sind für viele Investoren Ratingablauf, Methodik und das entsprechende Ratingergebnis schwer nachvollziehbar. Es wird zwar eine Zusammenfassung des Ratingberichts veröffentlicht, der umfassende Ratingbericht ist jedoch nicht verfügbar und die Rating-Methodik nicht nachvollziehbar. Dabei ist neben einer schlüssigen Methodik die Transparenz hinsichtlich der Methodik selbst wichtig. Auch als Investor bewegt man sich in einer Black Box. Während man als Investor nur auf öffentliche Unterlagen sowie Ergebnisse aus Gesprächen mit dem Management zurückgreifen kann, erhalten Ratingagenturen detaillierte Informationen. Jedoch ist hier zu beachten, dass die Ratinganalyse nur immer so gut ist wie die übergebenen Unterlagen. Wird es in einem Bereich dünn, muss die Rating-Agentur den richtigen Riecher haben. Hinsichtlich der Verfügbarkeit der Ratingberichte für Investoren war in der Vergangenheit oft zu bemängeln, dass oft selbst die Zusammenfassung des Berichts nicht auf der Homepage verfügbar war und teilweise die Aushändigung des Ratings untersagt bzw. nur nach vorheriger Genehmigung erfolgte. Hier sieht man mittlerweile eine Verbesserung. Fast alle Agenturen stellen auf ihrer Homepage den aktuellen Ratingbericht sowie die Ratinghistorie zur Verfügung.

Sollte man nun als Investor Ratingagenturen abhaken und sich nur noch auf seine eigenen Einschätzungen verlassen? Sehen Ratingagenturen aufgrund der vorhandenen Kritik Handlungsbedarf? Manche Agenturen sind dabei ihre Systematik zu hinterfragen, um Qualität und Transparenz im Mittelstandmarkt weiter zu steigern. Im Dezember veröffentlichte Euler Hermes eine überarbeitete Ratingmethodik zu Emittenten- wie auch Emissionsratings. Mit der überarbeiteten Methodik sind jedoch keine Veränderungen der Ratingkriterien, Gewichtungen oder Bewertungsmaßstäbe verbunden. Die überarbeitete Methodik verfolgt das Ziel, die Vorgehensweise im Rahmen der Erstellung von Emittenten-/Emissionsratings transparenter darzustellen. Die relevanten Ratingkriterien und deren Verdichtung zu einer abschließenden Ratingnotation sollen für Kunden und Investoren nachvollziehbarer werden. Nicht nur für Euler Hermes, sondern auch für Scope ist eine erhöhte Transparenz zur Vorgehensweise bei der Erstellung von Ratings für Investoren sehr wichtig. Im März gab Scope die Änderung der Rating-Methodik bekannt. Die Bewertungskriterien wurden dabei an die immer komplexeren Marktbedingungen angepasst. Im September wurde die finalisierte Rating-Methodik für Unternehmen veröffentlicht, welche unter Berücksichtigung der Kommentierung durch Investoren, Emittenten und anderer Marktteilnehmern verfeinert und finalisiert wurde. Die Ratingagentur FERI EuroRating ist erst seit einigen Monaten im Segment der Mittelstandsanleihen aktiv. Hinsichtlich der Transparenz der Rating-Methodik besteht hier aus Investorensicht noch Verbesserungsbedarf. Bisher ist lediglich ein kurzer Text, der einen



Standpunkt German Mittelstand



Überblick über die generelle Methodik liefert, auf der Homepage veröffentlicht. Auf Anfrage wird eine Präsentation zur Rating-Methodik zugesandt, bietet jedoch nicht den umfangreichen Überblick, den andere Agenturen in ihrer veröffentlichten Ratingmethodik bieten.

Euler Hermes und Scope bieten die größte Transparenz, wenn es um die Vorgehensweise im Rahmen der Erstellung von Emittenten-/Emissionsratings geht. Bei Euler Hermes werden zukünftig nach Emissionsbedingungen/Gläubigerschutzrechte sowie der zu erwartenden Rückführungsquote unterschieden. Die Gewichtung der beiden Analysebereiche erfolgt über eine Notchingmatrix, die als Kernelement der Emissionsrating-Methodik veröffentlicht wird. Signifikant dabei: Die überarbeitete Methodik des Emissionsratings ist gut nachvollziehbar und umfasst die relevanten Kriterien, die aus Sicht eines institutionellen Investors bei einem Rating zu beachten sind. Jedoch wurde bislang noch für keine Mittelstandsanleihe ein öffentlich zugängliches Emissionsrating von Euler Hermes erstellt. Zukünftig wäre es wünschenswert, wenn Emittenten dem Wunsch nach mehr Transparenz in einem Emissionsrating nachkommen würden. Bei Scope erhalten zukünftig Cashflowbasierte Kennzahlen als Indikator für das Ausfallrisiko ein größeres Gewicht. Eine weitere Neuerung ist ein angepasster Ratingansatz für Unternehmensanleihen. In Abhängigkeit vom Rating des Emittenten (Corporate Issuer Default Rating, CICR) wird dabei neben der gegenwärtigen Schuldenstruktur des Emittenten der erwartete Recovery Value eines bewerteten Schuldinstrumentes im Fall eines Ausfalls berücksichtigt. „Wir möchten als institutioneller Investor nicht die einzelnen Ratingmethoden bewerten, glauben aber, dass alle Ratingagenturen noch mehr Wert auf Transparenz legen müssen. Der Investor darf nicht von außen auf eine Blackbox blicken, sondern muss nachvollziehen können, wie Ratings zustande kommen“, ordnet Ralf Meinerzag die verschiedenen Ratingansätze ein.

Standpunkt German Mittelstand

Im „Standpunkt German Mittelstand“ äußert sich das Team um Ralf Meinerzag (CIO des STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I) regelmäßig zum Markt für Mittelstandsanleihen und Fragen der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen. Der STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I investiert in Mittelstandsanleihen aus dem deutschsprachigen Raum und bietet seinen Investoren die Möglichkeit, in das Segment der Mittelstandsanleihen diversifiziert und liquide zu investieren.

STEUBING GERMAN MITTELSTAND FUND I
19. Januar 2015

Kontakt: Ralf Meinerzag +49 69 297 16 172, sgmf@steubing.com, www.germanmittelstandfund.de