



private wealth

VERMÖGEN, WOHLSTAND & WERTE

how to earn it | *how to invest it* | *how to live it*



Die Lerbacher Runde:
Wenn diese Finanzmarktprofis
nicht wissen, wo es langgeht,
weiß es niemand.

Da geht's lang.

Die Lerbacher Runde: 33 Experten, ein Tag intensive Diskussion. Und als Ergebnis: eine klare Strategie für Ihre Anlagen im nächsten Jahr.

Taschen-Bücher.

L'art, c'est moi. Benedikt Taschen verlegt nur, was ihm selbst gefällt. Und zu einem Preis, bei dem jeder seinen Geschmack teilen kann.

Super-Sensor.

Wenn Pflanzen sprechen könnten, würden sie uns sagen, wann sie durstig sind. Ulrich Zimmermann hat einen Übersetzer gebaut.

Beiß mich doch.

Millionen haben Angst vor Zecken. Luzi von Bidder könnte ihnen diese Furcht nehmen – und nebenbei Milliarden Cremetuben verkaufen.

Rater in der Not.

Die „Big Three“ – Fitch, S & P und Moody's – haben in der Vergangenheit viel Vertrauen bei Investoren verspielt. Anleger, die das Emittentenrisiko festverzinslicher Wertpapiere einschätzen möchten, finden jedoch bald Alternativen. Roland Berger und die Bertelsmann-Stiftung haben Konzepte für neue Ratingagenturen europäischen Ursprungs vorgestellt. Etablierte Nischenplayer wittern jetzt schon ihre Chance.

Was lange währt, wird endlich gut. Wenn dieses Sprichwort stimmt, muss die von der Unternehmensberatung Roland Berger initiierte Ratingagentur europäischen Ursprungs ziemlich gut werden. Denn immerhin tourt Roland-Berger-Partner Markus Krall seit dem Sommer 2011 durch Europa, um Geldgeber für eine Agentur zu finden.

Träger des Projekts – eine eben nicht von den Wertpapieremittenten, sondern von den Investoren bezahlte Stiftung als Ratingagentur zu etablieren – sollen Banken, Fondsgesellschaften und Börsen sein. Allein, die 30 Unterschriften oder besser Schecks für die geplanten 300 Millionen Euro Stiftungskapital bekam Krall zunächst nicht zusammen. Jetzt wurden Stiftung und eine operative Gesellschaft doch noch ins Leben gerufen. Markus Krall wird Gründungs-CEO und legt seine Senior-Partner-Funktion bei Roland Berger nieder.

Vielleicht hat ihm zuletzt auch geholfen, dass die Bertelsmann-Stiftung vor Kurzem ein ähnliches Modell in den Ring geworfen hat. „Wir benötigen dringend eine zusätzliche, unabhängige Institution für die Bewertung von Länderrisiken. Und wir müssen die Qualität der Ratings verbessern“, machte Gunter Thielen, Vorstandsvorsitzender der Bertelsmann-Stiftung, Mitte April deutlich.

Schließlich hätten fragwürdige Beurteilungen der Bonität von Staaten erheblich zur jüngsten Finanzkrise beigetragen. Auch die Einschätzungen der strukturierten Finanzprodukte, die zur ersten Krise 2008 beigetragen haben, seien zumindest diskutabel gewesen.

Die Bertelsmann-Stiftung will deshalb eine neue Ratingagentur als Gegengewicht zu den US-Platzhirschen schaffen. Die geplante, nicht gewinnorientiert arbeitende International Non-Profit Credit Rating Agency (INCRA) soll von einem Stiftungsfonds im Volumen von 400 Millionen US-Dollar (306 Millionen Euro) finanziert werden, aus dessen Ausschüttungen die laufenden Kosten beglichen werden. Als potenzielle Kapitalgeber will Bertelsmann Regierungen, Unternehmen, Stiftungen und Privatleute ansprechen.

Daniel Schraad-Tischler, Projektleiter bei der Stiftung, sieht einen entscheidenden Vorteil gegenüber der Berger-Initiative darin, dass Bertelsmann wirklich eine internationale, gar globale Ratingagentur anstrebe, die auch von Staaten aus Schwellenländern wie China und Brasilien mitgetragen werde: „Wir haben das Projekt zunächst einmal zur Diskussion gestellt und bis jetzt positive Resonanz bekommen. Nun wollen wir möglichst viele Unterstützer finden.“

Natürlich gibt es auch Kritiker solcher Konzepte. Vor allem die Glaubwürdigkeit wird infrage gestellt, sollten diese Agenturen mit der Mission an den Start gehen, ein Gegengewicht zur US-Dominanz schaffen zu wollen. Sie stünden dann – so das Argument – schnell unter dem Generalverdacht, europäischen Interessen Vorrang einzuräumen.

Dabei ist der grundlegende Ansatz unbestritten richtig. Denn bei den großen US-Agenturen bezahlen die Schuldner selbst für ihre Benotung. Solange das so bleibt, wird immer der Vorwurf im Raum stehen, die Agenturen würden ihre Kunden zu positiv bewerten.

In diesem Punkt sind die Stiftungen schon einen Schritt weiter. Die INCRA-Ratings sollen zum Beispiel weder Emittenten noch Investoren etwas kosten. Beide machen die endgültige Klärung der Gebührenfrage derzeit allerdings noch davon abhängig, wie viel Stiftungskapital eingesammelt werden kann. Vielleicht sollten die Stiftungen mutiger sein – und Geld von den Investoren verlangen, die ja Nutzer der Ratings sind. Dann würde ein Wettbewerb um Kunden wohl auch die Qualität der Ratings verbessern.

So sieht das zumindest die in Zürich ansässige Independent Credit View AG. Deren Geschäftsmodell beruht auf >



strikter Unabhängigkeit. Wer von Mitgründer Daniel Pfister und seinem zehnköpfigen Analystenteam wissen will, wie es um die Kreditwürdigkeit europäischer Großbanken steht oder wie wahrscheinlich ein Zahlungsausfall bei italienischen Staatsanleihen ist, muss mit der I-CV einen kostenpflichtigen Rahmenvertrag abschließen.

Bis zum Ausbruch der Finanzkrise war dies offenbar ein schwieriges Geschäft, denn in den Köpfen der Investoren hatte es sich festgesetzt, dass Ratings kos-

tenlos zu haben sind. „Im Jahr 2008, auf dem Höhepunkt der Finanzkrise, wurden wir dann regelrecht mit Anfragen überrannt“, erzählt Pfister.

Plötzlich funktionierte die Geschäftsidee. Der Schweizer setzt dabei primär auf Outsourcing-Modelle für institutionelle Investoren wie zum Beispiel Pensionskassen, Privatbanken und Versicherungen. Diese übertragen die Überwachung ihres Portfolios an Rentenpapieren der I-CV und sparen sich so eigene Kreditanalysten. Die Kosten richten sich

grundsätzlich nach der Komplexität des Kundenportfolios sowie den individuellen Bedürfnissen der Klienten und können daher stark schwanken. Aber dies sei günstiger, als sich das entsprechende Know-how selbst aufbauen zu müssen, erklärt Pfister: „Einen einzigen Analysten ‚in-house‘ anzustellen, ist bereits teuer.“

Auch Family Offices und Vermögensverwalter, so der Schweizer, könnten sich die Dienstleistungen einkaufen und sie dann selbst mehreren Kunden zur Verfügung stellen. Ein derartiger Umweg wäre auch für Privatinvestoren möglich. Wer als Privatanleger eine spezielle Analyse zu einer Unternehmensanleihe oder einer Neuemission bekommen möchte, kann diese Dienstleistung auch für einen Tagessatz von 2000 bis 3000 Schweizer Franken nachfragen. Je nach Aufwand seien dafür drei bis zehn Tage notwendig. Länderstudien und Banken-Stresstests werden ebenfalls verkauft. Allerdings nennt Pfister nur ungern konkrete Preise. Denn das sei am Ende alles Verhandlungssache.

Lohnt es sich für Anleger aber wirklich, Schuldner von I-CV durchleuchten zu lassen? Daniel Pfister muss diese Frage natürlich bejahen. Doch seine Argumente sind nicht von der Hand zu weisen. „Wir werden daran gemessen, die richtigen Ratschläge zum richtigen Zeitpunkt zu erteilen. Der Markt nimmt Ratingänderungen meist frühzeitig vorweg. Unsere Kunden müssen deshalb wissen, ob auffällige Kursveränderungen fundamental ungerechtfertigt sind oder eine sich abzeichnende Bonitätsverschlechterung signalisieren.“ Diese Information setze er dann in konkrete Anlagevorschläge für die Kunden um.

Sein Team, darunter auch ehemalige Mitarbeiter der „Big Three“, verlässt sich dabei auf ein selbst entwickeltes Ratingmodell sowie weitere ergänzende

Ratings – mit dem Segen des Staates.

Die Idee, eine große, europäische Ratingagentur zu gründen, ist gar nicht neu. 1988 entstand schon unter Führung der Deutschen Bank und der Börsenzeitung die deutsche Ratinginitiative. Sie verlief jedoch im Sand. Ebenso wie weitere Versuche in den 1990er-Jahren.

Grundsätzlich gilt: Ratingagenturen unterliegen der staatlichen Aufsicht. Ohne grünes Licht der EU darf in Europa niemand eine Ratingagentur gründen. Die Kontrolle der Agenturen liegt bei der europäischen Wertpapieraufsicht (ESMA) und den Mitgliedsstaaten. Schon heute sind bei der ESMA außer S&P, Moody's und Fitch ein gutes Dutzend Ratingagenturen registriert, von denen die breite Öffentlichkeit jedoch nur wenig Notiz nimmt. Sie alle haben allerdings den grundlegenden Nachteil, dass die zu Beurteilenden für das Urteil bezahlen.

Deshalb – und nicht wegen des Gegengewichts zu den USA – sind die Versuche zu begrüßen, auf Stiftungsbasis eine neue Ratingagentur aufzubauen. Positiv wäre es, das Rating dann nicht ganz kostenfrei für Investoren zu halten. Dann würde vielleicht der Wettbewerb um Kunden die Qualität verbessern. Dass schon der Anlauf zu einer neuen Agentur positive Entwicklungen befördern

kann, zeigt das Engagement von Roland-Berger-Mann Markus Krall. In seinem Werbefeldzug berief er sich immer wieder auf eine hauseigene Studie, die belegte, dass zu den Eigentümern von Moody's und McGraw-Hill, dem Mutterkonzern der Ratingagentur S&P, auch große US-amerikanische Fondsgesellschaften gehören – unter anderem Vanguard, Capital World, State Street und BlackRock. Die Studie arbeitete so die großen Interessenkonflikte heraus. Denn die miteinander verflochtenen Agenturen bewerten eben auch Firmen, die zu ihren Aktionären zählen. Die EU-Kommission erwägt nun ein Verbot der von Roland Berger aufgezeigten Verflechtungen.

Damit all diese Initiativen wirken, muss der Gesetzgeber allerdings noch mehr tun. „Viele institutionelle Anleger können heute noch nicht auf die ‚Großen Drei‘ verzichten, weil deren Investmentrichtlinien und Regularien vorschreiben, dass nur Staatspapiere ins Portfolio aufgenommen werden dürfen, die ein Investment-Grade-Siegel von mindestens einem der drei großen Player vorweisen können“, erklärt Feri-Vorstand Tobias Schmidt. Nur wenn dieses Privileg beendet wird, ist ein echter Wettbewerb im Ratingsektor möglich.

Kreditrisikomodelle. Dieser Ansatz habe es unter anderem erlaubt, die Abstufungen von Swissair, Parmalat, Worldcom, General Motors, Ford, Lehman Brothers, Sigma Finance oder den isländischen Banken frühzeitig zu antizipieren und Kunden vor Kursverlusten zu bewahren. „Wenn es um die richtige Einschätzung einer solchen Kursbewegung geht, liegt unsere Fehlermarge bei weniger als zehn Prozent“, behauptet Pfister. In Deutschland durchleuchtet die zur Feri-Gruppe in Bad Homburg gehörende Feri EuroRating Services AG gegen Bezahlung Schuldner. „Wir agieren eigenständig, mit einem eigenen Aufsichtsrat für die EuroRating Services AG“, betont Vorstandssprecher Tobias Schmidt die klare Trennung vom Rest der Gruppe. Denn in dieser werden ja auch Family-Office-Kunden, Kapital-sammelstellen, Industrieunternehmen und Banken beraten. Neben der Unabhängigkeit der Gremien und der Analysemethoden sei auch die Kontrolle durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde

(ESMA) in Paris ein Garant für die Qualität der Ratings. „Wir sind seit 2011 offiziell als EU-Ratingagentur registriert“, erklärt Schmidt.

Im Gegensatz zur erst 2003 gegründeten I-CV kann Schmidt auf 20 Jahre Erfahrung mit Länderratings verweisen. Mittlerweile bewertet seine Firma die Bonität von etwa 60 Schuldnerstaaten und produziert zudem eine Vielzahl an standardisierten Studien zu den verschiedensten Marktsegmenten, auch zu Branchen und Rohstoffen, selbst zu strukturierten Produkten und Investmentfonds. Nur Analysen zu Einzeltiteln gibt es nicht.

Als wichtigen Unterschied zu den „Großen Drei“ nennt Schmidt ein klar strukturiertes Bewertungssystem, das auf der Prognose wesentlicher Fundamentaldaten basiere und damit künftige Entwicklungen besser antizipieren könne als die stärker an den Ist-Daten orientierten Analysen der großen Ratingagenturen. Allerdings: Wenn, wie im Fall Griechenlands, die Konjunkturdaten des Landes vom Finanzministerium geschönt wür-

den, helfe auch dieser Ansatz nicht, räumt Schmidt ein.

Immerhin: In einer Vergleichsstudie mit den großen Wettbewerbern habe sein Haus nachgewiesen, „dass Feri mit seinen Ratings mehrheitlich schneller und deutlicher auf absehbare Verschlechterungen der Bonität eines Souveräns reagiert als andere Ratingagenturen“. Irlands Länderrating sei bereits 2007 nach unten genommen worden, bei Spanien habe Feri sehr früh mit einer Abstufung reagiert.

Für Privatinvestoren, die das Feri-Wissen nutzen möchten, gilt ebenso wie bei I-CV: Alles ist eine Frage des Preises.

Eine günstigere und einfacher erreichbare Quelle für Privatanleger sind die Analysen von Banken und Vermögensverwaltern. Viele Finanzdienstleister stellen die Meinungen ihrer Analysten frei zugänglich ins Netz. Die Schwierigkeit für Investoren liegt dann allerdings in der Interpretation. Besonders bei den Großbanken mit ihren Portfoliomanagern und Investmentbankern rund um den Globus lassen sich zu ein und demselben Thema bis zu 20 zum Teil unterschiedliche Meinungen einholen – schließlich achtet jede Abteilung auf ihre Unabhängigkeit. Die Schlüsse daraus muss der Anleger selbst ziehen.

Zudem wäre es zumindest naiv zu glauben, das Research der Finanzbranche sei immer und überall unabhängig. Häufig geht es dabei vor allem um Vertriebsunterstützung. Neue Wettbewerber wie die Bertelsmann- und die Berger-Stiftung sind deshalb auf jeden Fall zu begrüßen. Eine echte Konkurrenz können die allerdings erst werden, wenn die EU-Finanzaufsicht die strengen Zulassungsregeln für Ratingagenturen lockert. Nur dann, vermuten Experten, ließe sich das Geschäft mit den Noten wirklich beleben. □

Achtung, Warnsignale!

Kleine, unabhängige Agenturen reklamieren für sich, Entwicklungen an den Märkten früher zu erkennen als die drei großen US-amerikanischen Ratingagenturen. In diesen Fällen sind Feri und I-CV anderer Meinung:

// I-CV

01. Der koreanische Autobauer Hyundai wird von I-CV seit Juni 2010 mit A- eingestuft, während die großen Agenturen die Bonität noch schwächer beurteilen (Moody's, S & P und Fitch: Baa2, BBB+, BBB).

02. Die spanische Bank Santander wird von I-CV seit Mai 2011 nur noch mit BBB+ eingestuft. Zwei der „Big Three“ urteilen derzeit besser (A-, A).

03. Die italienische Unicredit wird schon seit Mai 2011 von I-CV mit BBB- eingestuft. Die etablierten Agenturen nähern sich diesem Niveau langsam an (A2, BBB+, A-).

// Feri

01. Frankreich erhält von Feri derzeit nur noch ein AA, von Moody's und Fitch hingegen nach wie vor die Höchstnote AAA (S & P: AA+).

02. Großbritannien bekommt bei Feri ein AA, bei den „Big Three“ noch das AAA.

03. Indien hat bei Feri ein stabiles B. Von den „Big Three“ wird das Land um etwa eine Note schlechter eingestuft: Fitch: BBB-, Moody's: Baa3, S & P: BBB-.

Text: Günter Kast