

# Euler Hermes Rating - Special Comment

## Reduzierte Vergleichbarkeit von Ratings durch unterschiedliche Philosophien der Ratingagenturen

 EULER HERMES

November 2013

- Standardisierung der Ratingsymbolik (AAA bis D) suggeriert Vergleichbarkeit, die aufgrund unterschiedlicher methodischer Ansätze der Agenturen in der Realität nicht gegeben ist
- Statistische Ausfallquoten der Unternehmen im Mittelstandsanleihemarkt divergieren im Investment-grade-Bereich häufig von der tatsächlichen Ausfallquote
- Anspruchsvolle Agenturen weisen jährlich die Güte und Stabilität der vergebenen Ratings durch Studien nach
- Analytische Kompetenz einer Ratingagentur zeigt sich bei einer kritischen Überprüfung der Ratingberichte
- Hochwertige Ratings berücksichtigen das individuelle Geschäftsmodell – „Through-the-Cycle“

Seit 2009 benötigt jede Ratingagentur, die in der EU tätig ist, eine Registrierung bei der „European Securities and Markets Authority“ (ESMA). Die Aufsichtsbehörde überwacht die Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben, jedoch nicht die Richtigkeit oder die Qualität der externen Ratings. Da Ratings zukunftsbezogene, relative Größen sind, lässt sich die Qualität der Einschätzung erst in der Ex-Post-Betrachtung prüfen. Dieser Special Comment zeigt Faktoren mit denen Investoren und Anleger die Qualität der Ratingagentur bzw. der erstellten Ratings besser beurteilen können – auch in Zusammenhang mit dem Markt für Mittelstandsanleihen.

Ratingagenturen setzen unterschiedliche Ratingsysteme ein, divergieren beim methodischen Ansatz, beim Standardisierungsgrad sowie beim Erfahrungshintergrund der Analysten. Phänomene wie das „Rating Shopping“ (die Agentur, die die höchste Ratingnote erwarten lässt erhält den Zuschlag) und Moral-Hazard-Verhalten (systematische Vergabe vergleichsweise hoher Ratings, um Mandatsverluste zu vermeiden oder zu gewinnen) können ebenfalls Ratingnotationen beeinflussen. Entsprechend suggeriert die nahezu einheitlich genutzte Ratingsymbolik (AAA bis D) eine Vergleichbarkeit von Ratings verschiedener Agenturen,

welche aufgrund der beschriebenen Effekte de facto nicht gegeben ist.

Anspruchsvolle Ratingagenturen verfolgen einen zukunftsorientierten Ansatz. Dabei wird angestrebt, das Rating konjunkturneutral („Through-the-Cycle“) stabil zu halten und die über einen Konjunktur- und Branchenzyklus mittlere Ausfallwahrscheinlichkeit in der Notation abzubilden. Ratingveränderungen sollten demnach nur erfolgen, wenn die Wahrscheinlichkeit, dass diese innerhalb eines relativ kurzen Zeitraumes wieder rückgängig gemacht werden müssen, gering ist. Das liegt darin begründet, dass insbesondere institutionelle Investoren stabile Ratingeinschätzungen über einen längeren Zeitraum benötigen, da sie in der Portfolioallokation Vorgaben haben sowie teilweise Investitionsrestriktionen (u.a. Ratings im Investment Grade) unterliegen. Nach Erfahrung der Euler Hermes Ratingagentur liegen mittelständische Unternehmen (Umsatz < 250 Mio. €) mit angewandtem „Through-the-Cycle“-Ansatz im Erstrating durchschnittlich im schwachen BB-Bereich (1-Jahres Ausfallwahrscheinlichkeit: 1,85 %; 5-Jahres Ausfallwahrscheinlichkeit: 9,65 %). Hintergrund ist, dass in der Euler Hermes Ratingsystematik das spezifische Risikoprofil mittelständischer Unternehmen (u.a. höhere Konjunkturabhängigkeit, geringere Cashflow-Diversifizierung, etc.) abgebildet und die Risiken geschäftsmodellenspezifisch bewertet werden. Mit diesem konservativen und realistischen Ansatz sollten nach Auffassung von Euler Hermes Rating „Investment Grade“-Ratings bzw. hohe Ratinglevel im Mittelstandssegment deutlich seltener sein, als es in der Realität am Mittelstandsanleihemarkt der Fall ist.

Standard and Poor's vertritt nach Ansicht von Euler Hermes Rating mit dem Produkt MME („Mid Market Evaluation“) im Rahmen der „Mittelstands-Bonitätseinschätzung“ und den Bonitätsklassen für den Mittelstand von MM1 bis MM8 eine ähnlich konservative Auffassung über den Risikogehalt mittelständischer Unternehmen (Umsatz > 500 Mio. € bis max. Mrd. 1,5 €). Das höchste Level MM1 soll dabei lediglich einem klassischen BBB (1-Jahres Ausfallwahrscheinlichkeit: 0,28 %) entsprechen.

Um die Qualität von Ratingagenturen zu messen besteht zunächst die Möglichkeit, die Korrelationen der historischen Ausfallwahrscheinlichkeiten mit den Ratingeinstufungen durch **Ausfallstudien** zu analysieren. Von einem Rating wird grundsätzlich erwartet, dass es ein stabiles Verhältnis zur tatsächlichen Ausfallwahrscheinlichkeit darstellt. Der Nutzenaspekt von Ratings in Bezug auf den Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investoren sollte letztendlich immer mit der Frage verbunden sein, wie präzise die Ratingagentur die relative Ausfallwahrscheinlichkeit abschätzen konnte. Insofern lässt sich das (historische) absolute Ausfallrisiko Ex-Post für jede Ratingkategorie bestimmen. Unternehmen im BBB-Bereich haben beispielsweise in der 5-Jahres-Perspektive durchschnittlich eine statistische Ausfallquote von rund 2%. Vergleicht man diese Näherungsquote mit den tatsächlichen Ausfällen der rund 47 seit 2010 vergebenen „Investment Grade“-Ratings (aktuelle Ausfallquote: 14,9 %) am Mittelstandsanleihemarkt, ist eine deutliche Diskrepanz zwischen der erwarteten und der tatsächlichen Ausfallquote erkennbar. Die Ausfallrisiken der Emittenten waren entsprechend durch die Ratings der jeweiligen Ratingagenturen nicht adäquat abgebildet. Erweist sich das ursprüngliche „Investment Grade“-Rating des Emittenten nicht als nachhaltig (z.B. durch Herabstufung nach einem Jahr auf BB), erhöht sich für den Investor die Ausfallwahrscheinlichkeit binnen eines Jahres überproportional. Da es im Mittelstandsanleihemarkt gängige Praxis ist, dass primär der Emittent geratet wird und nicht die Anleihe (vgl. Euler Hermes Rating Special Comment „Gläubigerschutzrechte bei Mittelstandsanleihen“ vom 05.04.2013) erhöht sich entsprechend auch die Wahrscheinlichkeit des Totalausfalls binnen eines Jahres überproportional.

Häufig große Sprünge zwischen den Ratingklassen können Indizien für eine Inkonsistenz des Ratingmodells der Ratingagentur sein, insbesondere wenn größere Ratinglevel-Veränderungen häufiger stattfinden als kleine. Ratingveränderungen und damit die Güte und Stabilität, bilden die Ratingagenturen mit **Migrationsmatrizen** ab. Diese können als weiteres Hilfsmedium zur Einschätzung der Analysequalität der jeweiligen Ratingagentur beitragen. Dabei gilt, je höher der Vorhersagewert bzw. Qualität des Ratings, desto stabiler bleibt es auch im Zeitverlauf. Durch die Migrationsmatrix wird die Häufigkeitsverteilung von Ratingveränderungen nachvollziehbar abgebildet. Registrierte Agenturen sind dazu verpflichtet, jährlich ihre Ratingmigrationen und Ausfälle (vgl. [http://www.ehrg.de/seiten/mig2012\\_2.pdf](http://www.ehrg.de/seiten/mig2012_2.pdf)) zu veröffentlichen.

Ratings werden häufig nur als Ergebnis wahrgenommen. Die zugrundeliegenden Kriterien die ausschlaggebend für das Rating sind, bleiben den Nutzern meist unbekannt. Die inhaltliche und analytische Qualität der **Ratingberichte** ist ein weiteres Indiz, anhand dessen Rückschlüsse auf die Ratingphilosophie abgeleitet werden können. Vergleicht man die veröffentlichten Ratingberichte bzw. Zusammenfassungen der Agenturen, so sind teilweise deutliche Unterschiede hinsichtlich der analytischen Tiefe und der angewandten Methoden erkennbar. In qualitativ hochwertigen Ratinganalysen sollten in den Berichten die ausschlaggebenden Ratingkriterien und Treiber der Ratingnotation genannt werden. Dem Nutzer der Ratings soll dadurch soweit wie möglich der tatsächliche Risikogehalt des Unternehmens bzw. der Investition skizziert werden. Entsprechend sollten auch unmittelbar bevorstehende Ereignisse, wie z.B. eine absehbare Anleiheemission und deren Auswirkung auf die Verschuldungssituation bzw. Kapitalstruktur in der Ratingnotation mit simuliert werden. Am Mittelstandsanleihemarkt war dies nach Analysen der Euler Hermes Rating teilweise nicht der Fall, was in den Folgeratings aufgrund vorhersehbar veränderten Schuldensituationen zu deutlichen Herabstufungen der Unternehmen führte.

Um schnell und kostengünstig Ratings zu erstellen setzen einige Agenturen auf einen standardisierten und automatisierten Ratingprozess. Ein zu hoher Standardisierungsgrad bei der Erhebung quantitativer und insbesondere qualitativer Ratingkriterien beinhaltet jedoch die Gefahr, dass die individuellen Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken im Markt- und Wettbewerbsumfeld und damit das individuelle Risikoprofil der Unternehmen nicht richtig analysiert und modelliert wird. Infolge kann es u.a. zu der bereits beschriebenen Diskrepanz zwischen wahrscheinlicher und tatsächlicher Ausfallquote kommen. Die Qualifikationen und Erfahrungen der erstellenden **Ratinganalysten** sind im Ratingprozess ein weiteres entscheidendes und nachprüfbares Kriterium für die Qualität und Stabilität der von ihnen getroffenen Ratingaussage.

Summa Summarum ist die gelieferte Qualität und Stabilität der Ratings für eine Ratingagentur ein kritischer Erfolgsfaktor, da nicht adäquate Ratings zum Vertrauensverlust führen können. Weiterhin ist häufig nicht nur die Reputation der Ratingagentur nachhaltig belastet, sondern auch noch die des bewerteten Unternehmens.

Bei weiteren Fragen wenden Sie sich bitte an die Euler Hermes Rating Deutschland GmbH, erreichbar unter Tel.: 040 8834 640 oder senden Sie eine Email an [info@eulerhermes-rating.com](mailto:info@eulerhermes-rating.com)

© Euler Hermes Rating Deutschland GmbH 2013