

Zurück zur Normalität?

Dr. Oliver Everling

Bis zur Bundestagswahl im Herbst sind nicht nur die Regierungsparteien an Erfolgsmeldungen aus der Wirtschaft interessiert: Indem die Rückkehr zur Normalität behauptet wird, gibt es für ausgabenintensive Ideen zur Erfüllung sozialer oder ökologischer Wählerwünsche keine Bremse mehr. Das Füllhorn der Versprechungen lässt sich umso glaubhafter befüllen, je üppiger Wachstum und Beschäftigung prognostiziert werden. Gute Ratings für öffentliche und private Schuldner stehen jedoch auf dem unsicheren Fundament des geldpolitischen Experiments, das der Europäischen Zentralbank seit der Staatsschuldenkrise abgerungen wurde. Politikern kann es da nur recht sein, wenn nach Credit Ratings nicht einmal mehr gefragt wird.



Dr. Oliver Everling
Geschäftsinhaber der Everling
Advisory Services, Frankfurt am Main
oliver@everling.de

Back to normal? Oder wirft der «Draghi-Crash» seine Schatten voraus? «Ratings interessieren heute (fast) niemanden mehr.» So lautet eine der «zehn Thesen zum fortgeschrittenen Verständnis des KMU-Anleihe-Marktes», die Falko Bozicevic bei der Jahrestagung des BdRA Bundesverband der Ratinganalysten e.V. in den exklusiven Design Offices des Highlight Towers in München vortrug. Falko Bozicevic muss es wissen: Er ist Chefredakteur und Geschäftsführer des BondGuide aus Frankfurt am Main, bei dem insbesondere mittelständische Unternehmen, Banken, institutionelle Anleger und Berater vorstellig werden, wenn es um die Emission von Mittelstandsanleihen oder sonstige Entwicklungen bei Bonds geht.

Wenn Ratings nicht mehr interessieren, ist dies möglicherweise ein Anzeichen für einen künstlich durch Geldflutung erzeugten Boom. Zum Zeitpunkt des Vortrags von Bozicevic war das Buch von Dr. Markus Krall zum «Draghi-Crash» noch nicht im Buchhandel erhältlich. Daher konnte Bozicevic darauf nicht Bezug nehmen. Auffällig ist aber, dass die kritischen Thesen von Bozicevic zu denen des Managing Director im Frankfurter Büro von goetzpartners, Dr. Markus Krall, passen und das desolote Bild der Anleihemärkte vervollständigen: Die Europäische Zentralbank kauft blindlings Anleihen von Grosskonzernen auf, so dass die Anleihenrenditen auf ein für verantwortungsvoll handelnde Anleger nicht akzeptables Niveau gedrückt werden.

Wer sich als Anleger - abgeschreckt von Niedrigzinsen - aus dem Markt zurückzieht, den interessiert dann auch kein Rating mehr. Wer als Emittent davon ausgehen darf, dass die Emission bereits bei der Europäischen Zentralbank platziert ist, bevor Ratinganalysten ihre bohrenden Fragen stellen, steht sich am besten, wenn

er lediglich die Mindestanforderungen der Zentralbankbürokraten erfüllt und sich die Ratinggebühren europäischer Ratingagenturen spart.

Das mangelnde Interesse an Ratings hängt aber auch mit hausgemachten Fehlern der Ratingagenturen zusammen. So folgten die Analysten offenbar der Hoffnung, dass Familienunternehmen per se auch für Qualität bürgen. «Gerade Familienunternehmen zeigten sich verhaltensauffällig bei Ausfällen / Betrügereien!», recherchiert Bozicevic, und fügt das Stichwort «Patriarchen-Indikator» (oder «Management-Indikator») hinzu. «Bei Alleinunternehmungen sollte die Unternehmensbewertung um bis zu einer Note abgestuft werden.»

«Die Kreditagenturen haben dazugelernt», berichtet Bozicevic. «Der Marktführer Creditreform ist düpiert. Über die KMU-Welt – und zu guter Letzt: über sich selbst. Andere düpieren Creditreform – doch das ist unnötig. Jeder hat sein Kreuz zu tragen.» Bozicevic weckt allerdings Zweifel daran, «ob wir alle dazugelernt haben: Die meisten Sportwettkämpfe werden im Kommentatorenraum gewonnen», scherzt Bozicevic. «Im Nachhinein hat jeder alles gewusst, und das schon immer und vor allem rechtzeitig.»

Warum interessiert sich heute (fast) «niemand» mehr für Ratings? «Beauftragten Ratings wird nicht (mehr) getraut (,fünftes Rad am Wagen‘). Unbeauftragte Ratings gibt es zu wenige.» Bozicevic weist auf ein Dilemma der Ratingagenturen hin: «Wer zahlt eigentlich, wenn jeder weiss, dass ein Rating keine Beachtung mehr findet?» Seit Jahrzehnten können nur nordamerikanische Agenturen ihren Einfluss auf die Kapitalmärkte den Emittenten und den institutionellen Anlegern glaubhaft machen. International spielen Creditreform Rating, Scope Ratings usw. (noch) keine Rolle.

In der Mainstream-Presse (Frankfurter Allgemeine Zeitung, WELT, ZEIT, Handelsblatt, WirtschaftsWoche) fahre man «Parteilinie», kritisiert Bozicevic. «Nachrichten über KMU-Anleihen sind massiv verzerrt», weist Bozicevic nach. «Die sachliche Faktenlage bleibt geflissentlich unberücksichtigt, wann immer sie nicht ins Bild passt. Als ‚Experte‘ gegen KMU-Anleihen scheint es stets nur eine zitierbare Quelle in den Medien zu geben.» Bozicevic verweist auf ein bekanntes Gesicht aus der CAPMARCON, einer auf Unternehmensfinanzierung spezialisierten Beratungsgesellschaft, die dazu Strategien zur Kapitalbeschaffung sowie Bilanzstrukturoptimierung entwickelt und daher vom Zulauf kapital-suchender Unternehmen lebt.

OK-SCORE: OKKERSE SAMMELT ERFOLGSMELDUNGEN. Eine stehende Uhr zeigt exakt zweimal am Tag die korrekte Uhrzeit. So scheint es sich – trotz Aufsicht durch die europäische Aufsichtsbehörde European Securities and Markets Authority (ESMA) – mit den Ratings mancher Ratingagenturen zu verhalten, bei denen ein «investment grade» Rating kaum eine Garantie dafür darstellt, keine oder wenigstens geringere Ausfälle zu erleiden. Umso beachtlicher daher, wenn es einem Spezialisten wie dem OK-Score Institute doch gelingt, die Spreu vom Weizen zu trennen. Der Gründervater des OK-Score Institute, Willem D. Okkerse, sammelt daher stolz Beweise, dass sein OK-Score eine höhere Treffsicherheit bietet als viele der von der ESMA so streng regulierten

Agenturen, die im Unterschied zum OK-Score Institute mit Ratingkomitees Analystenmeinungen in traditioneller Art zusammentragen. Die Qualität eines Systems zur Bonitätsbeurteilung zeigt sich erst dann, wenn nicht nur vor Risiken gewarnt, sondern auch Chancen erkannt werden. Für beide Fälle liefert Okkerse Beispiele: So erzielte Anleger eine Rendite von mehr als 100%, indem sie im April 2016 die bis 2020 laufende 6,5%-Atwood-Anleihe zu einem Kurs von 52% allein im Vertrauen auf den OK-Score kauften, «einzig als Ergebnis des OK-Score 1 durch unseren «Data Cruncher» Willem Okkerse» – so mschreibt ein Nutzer wörtlich.

Ebenso wichtig wie die Hinweise auf Chancen sind die Warnmeldungen. Beispiel Rickmers Holding AG: «Da es sich hier um eine private Firma handelt, musste ich mich beschränken auf die angegebenen Zahlen der begleitenden Bank über 2011, 2012 und die Erwartungen 2013, 2014 und 2015. Der OK-Score kam eindeutig auf die [niedrigste] OK-Klasse 10», schrieb Willem Okkerse im Mai 2013 und warnte vor der Konkursgefahr.

Die Ratingagentur Creditreform Rating beurteilte Rickmers im Mai 2013 noch mit BB und stufte das Unternehmensrating der Rickmers Holding AG von CC auf C (watch) erst im März 2017 herab. Vor dem Hintergrund der jahrelang eindeutigen Warnung von Okkerse lud «Kredit & Rating Praxis» Rickmers Holding AG im Oktober 2016 zu einer Stellungnahme ein, jedoch bedankte sich diese für das «Angebot, welches wir aus verschiedenen Gründen zum jetzigen Zeitpunkt nicht annehmen möchten.»

Im Zeitraum 2000 bis 2016 gab es gemäss einer Studie von Evert-Jan Lammers, Managing Director des European Rating House und Executive Professor an der Antwerp Management School, nur eine falsche Warnung (Wolters Kluwer in 2009) sowie einen nicht erkannten, drohenden Ausfall (WorldCom in 2000).

SCHEINBAR EIN GENUSS! «Wer sich für Genussscheine interessiert, sollte darauf achten, dass sie börsennotiert sind», rät Thomas Mayrhofer, Rechtsanwalt und Partner von Pinsent Masons Germany LLP, München, anlässlich eines Vortrags auf dem Kongress des Bundesverbandes der Ratinganalysten in München. Die Börsennotiz könne zwar nicht vor der Insolvenz des Emittenten schützen; sie biete aber mehr Transparenz und eine grössere Handelsflexibilität als der graue Kapitalmarkt.

Dominiert wird der Genussscheinmarkt von nationalen Kreditinstituten. Das anteilig grösste Emissionsvolumen von Genussscheinen entfällt traditionell auf deutsche Banken und Sparkassen. Versicherungsgesellschaften sowie Industrie- und Dienstleistungsunternehmen geben ebenfalls solche Papiere heraus. Genussscheine können börsentäglich veräussert werden.

Die Kreditwürdigkeit des emittierenden Unternehmens ist ein wesentliches Kriterium für die Anlage in Genussscheine. «Verschlechtert sich die Bonität des Emittenten,» warnt Mayrhofer, «sind Kurseinbussen zwangsläufig die Folge. Anleger, die ihre Genussscheine nicht bis zur Endfälligkeit halten wollen, sind zinsänderungsbedingten Kursrisiken ausgesetzt. Die Empfindlichkeit gegenüber Zinsänderungen hängt von der Laufzeit des Genussscheins ab: je länger die Laufzeit, desto höher ist das Risiko für den Anleger bei Zinsänderungen.»

Den Risiken von Genussscheinen wie Bonitäts- und Marktrisiko, Ausschüttungs-/Rückzahlungs- und Haftungsrisiko sowie Liquiditätsrisiko stehen Chancen auf Ausschüttungsgewinne gegenüber: Genussscheine berechtigen den Inhaber nach den jeweiligen Genussscheinbedingungen zum Bezug der regelmässigen Aus-

schüttung. «Dabei ist die Rendite im Vergleich zu Anleihen meist höher», berichtet Mayrhofer.

Neben den Ausschüttungsgewinnen bestehe für den Genussscheininhaber die Möglichkeit, durch Kursgewinne die Rendite seiner Genussscheine zu steigern. «Kauft er während der Laufzeit zu einem Kurs unter 100% und wartet er bis zur Fälligkeit, bei der eine Rückzahlung zu 100% vollzogen wird, kann der Anleger die Kursdifferenz als Gewinn verbuchen.»

Ebenso können Kursgewinne realisiert werden, wenn der Genussschein während der Laufzeit zu einem höheren Kurs als dem Kaufkurs verkauft wird. Hierbei garantiert die Handelbarkeit an der Börse die Qualität und Transparenz des Handels sowie eine faire und marktgerechte Preisermittlung.

Ferner empfiehlt Mayrhofer Interessenten aufgrund der variablen Ausgestaltungsmöglichkeiten mangels gesetzlicher Regulierungen die Bedingungen der Papiere sorgfältig zu studieren. Wenn die Voraussetzungen stimmen und sich Anleger genau informieren, seien «Genüsse» keine schlechte Idee.

ABWANDERUNG INS INTERNET. Im Jahr 2013 wurde jeder fünfte Ratenkredit online abgeschlossen, 2016 lag der Anteil der Verträge über das Internet bereits bei 40 Prozent. Eine hohe Zahl davon wird über sogenannte Intermediäre wie Online-Vergleichsplattformen vermittelt. Mit der ab 2018 geltenden EU-Richtlinie PSD2 könnte deren Anteil binnen kurzer Zeitmassiv massiv steigen, denn es werden weitere Marktteilnehmer in die Ratenkreditvermittlung einsteigen.

Ab dem 13. Januar 2018 sind Banken verpflichtet, Drittanbietern Zugang zu Konto- und Zahlungsdaten der Verbraucher zu gewähren, so sieht es die Payment Service Directive 2 (PSD2) vor. «Die Richtlinie zielt zwar vordergründig auf den Zahlungsverkehr ab, doch sie wird den Wettbewerb auch im Kreditgeschäft weiter anheizen. Denn wer weiss, wie es um die finanzielle Situation von Privatkunden bestellt ist, kann ihnen bei Bedarf auch Kredite anbieten», sagt Stefan Grass, Executive Consultant bei der auf Finanzdienstleister spezialisierten Unternehmensberatung Cofinpro.

«Die Banken müssen damit einen noch grösseren Teil ihrer Erträge aus dem Kreditgeschäft mit den Intermediären teilen. Neue Anbieter wie FinTechs werden zusätzlich den Wettbewerb anheizen. Schlimmer aber wiegt: Die Finanzdienstleister werden immer stärker von ihren Kunden abgeschnitten, sie verlieren nicht nur das Monopol auf ihre Kontodaten, sondern möglicherweise auch den direkten Kontakt», so der Konsumentencredit-Experte. Zudem hätten die Institute es bisher nicht geschafft, ihr Kreditgeschäft medienbruchfrei zu gestalten. «Die Verbraucher wollen einen Kreditvertrag genauso einfach abschliessen können wie ihren Einkauf im Internet, nämlich per elektronischer Unterschrift vom Sofa aus.»

Die Börsen geben den Einschätzungen der Cofinpro-Berater recht: Technologieorientierte Finanzdienstleister wie die Hypoport AG mit ihren Tochterunternehmen Dr. Klein oder vergleich.de zum Beispiel verzeichnen rasant steigende Börsenbewertungen. Die ab 2018 geltende EU-Richtlinie PSD2 dürfte diesen ohnehin schon erfolgreichen Unternehmen nun auch noch zusätzlichen Schub geben.

