

Die Kreditwürdigkeit europäischer Immobilienunternehmen aus Sicht von Ratingagenturen

Erläuterung der von S&P, Moody's und Fitch angewandten Methoden zur Bonitätsbewertung und kritische Auseinandersetzung mit der Aussagekraft von Ratings

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades
„Master of Science“

eingereicht bei
Dr. Astrid Kratschmann

Markus Wurzer

1329283

Wien, 12.09.2016

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **MARKUS WURZER**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "DIE KREDITWÜRDIGKEIT EUROPÄISCHER IMMOBILIENUNTERNEHMEN AUS SICHT VON RATINGAGENTUREN - ERLÄUTERUNG DER VON S&P, MOODY'S UND FITCH ANGEWANDTEN METHODEN ZUR BONITÄTBEWERTUNG UND KRITISCHE AUSEINANDERSETZUNG MIT DER AUSSAGEKRAFT VON RATINGS", 64 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 12.09.2016

Unterschrift

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung.....	1
2. Hintergrundinformationen	3
2.1. Warum Ratings?.....	3
2.2. Was sind Ratings?.....	4
2.2.1. Definition Kreditwürdigkeit	5
2.2.2. Das Ratingssystem – eine Hierarchie der Kreditwürdigkeit	6
2.3. Was sind Ratingagenturen?.....	7
2.3.1. Entstehung des Geschäftsmodells und aktuelles Marktumfeld	7
2.3.2. Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union (EU)....	9
3. Beschreibung der methodischen Vorgangsweise	12
3.1. Inhalt der Masterarbeit.....	12
3.2. Grundlagen und Quellen der Bearbeitung.....	12
3.3. Überblick der methodischen Bearbeitung	13
3.4. Studium der Methodenpapiere der Agenturen	14
3.4.1. Standard & Poor's (S&P).....	14
3.4.2. Moody's Investors Service (Moody's)	16
3.4.3. Fitch Ratings (Fitch)	18
4. Die einzelnen Ratingfaktoren aus Sicht der Agenturen	20
4.1. Länderrisiko.....	20
4.1.1. Definition Länderrisiko	20
4.1.2. Einfluss des Länderrisikos	21
4.1.3. Bewertung des Länderrisikos.....	21
4.2. Branchenrisiko.....	23
4.2.1. Definition Branchenrisiko	23
4.2.2. Einfluss des Branchenrisikos	24
4.2.3. Bewertung des Branchenrisikos	24

4.3.	Wettbewerbsposition und Portfolio.....	27
4.3.1.	Definition Wettbewerbsposition und Portfolio.....	27
4.3.2.	Einfluss von Wettbewerbsposition und Portfolio.....	28
4.3.3.	Bewertung von Risiken aus Wettbewerbsposition und Portfolio.....	28
4.4.	Managementrisiko	31
4.4.1.	Definition Managementrisiko.....	31
4.4.2.	Einfluss des Managementrisikos	32
4.4.3.	Bewertung des Managementrisikos.....	32
4.5.	Finanzrisiko	34
4.5.1.	Definition Finanzrisiko.....	34
4.5.2.	Einfluss des Finanzrisikos	34
4.5.3.	Bewertung des Finanzrisikos.....	35
4.6.	Übrige ratingrelevante Aspekte.....	43
4.6.1.	Einflüsse von Konzernunternehmen oder Regierungen.....	43
4.6.2.	Sonstige Einflüsse	44
4.6.3.	Letzte Anpassungen zum finalen Ratingergebnis	45
5.	Kritik an den Ratingmethoden.....	46
5.1.	Mangelhafte Objektivität von Ratings.....	46
5.1.1.	Intransparenz in den Bewertungsmethoden.....	46
5.1.2.	Interessenskonflikte aufgrund Beauftragung durch Emittenten	47
5.1.3.	Prognoseunsicherheiten im Modell.....	48
5.1.4.	Haftungsausschluss der Agentur	49
5.2.	Hohe Gewinne durch protegierte Marktposition	50
5.3.	Politische Einflussnahme.....	51
6.	Schlussfolgerungen des Autors	53
6.1.	Wie aussagekräftig können „Meinungen“ sein?	53
6.2.	Wie kann die Qualität von Ratings überprüft werden?	54
6.3.	Welche Alternativen gibt es zu Ratings?.....	55
6.4.	Welche Rolle sollten Ratings einnehmen?.....	58

Literaturverzeichnis.....	59
Abkürzungsverzeichnis.....	63
Tabellenverzeichnis.....	64
Abbildungsverzeichnis.....	65
Anhangverzeichnis.....	66

Vorwort

Als Manager im Bereich des Finanzvorstandes eines österreichischen Immobilienunternehmens, welches unter laufender Beobachtung einer Ratingagentur steht, muss ich mich mit der Frage beschäftigen, welche konkreten Einflussfaktoren ein Rating bestimmen. Glücklicherweise teilen die großen internationalen Agenturen ihr Wissen im Rahmen von laufend aktualisierten Veröffentlichungen. Im Rahmen der vorliegenden Masterthese bot sich mir die Möglichkeit, diese erstmals vollständig und aufmerksam zu lesen. Hierbei habe ich erkannt, dass es trotz unterschiedlicher Darstellungsformen sehr viele Überschneidungen gibt. Da alle Agenturen ihren Analysten auch Interpretationsspielraum für die Analyse zulassen, halte ich es sogar für denkbar, dass die unterschiedlich präsentierten Methoden im Kern dieselben Sachverhalte beschreiben: die Grundlagen der Kreditwürdigkeit von Immobilienunternehmen.

Ziel dieser Masterthese ist die Zusammenfassung dieser primär englischsprachigen Quellen für deutschsprachige Leser und die einheitliche und verständliche Darstellung der sohin hergeleiteten, unterschiedlich präsentierten Bonitätsfaktoren.

Ich bedanke mich sehr herzlich bei der TU Wien und dem Continuing Education Center für die Möglichkeit, den Lehrgang „Immobilienmanagement und Bewertung“, bei dem ich bereits sehr viel lernen konnte, mit dieser Masterthese abzuschließen. Hierbei gilt mein Dank Herrn Dr. Bob Martens, Frau DI Filiz Siber-Schmied und Frau Myleen Geronimo für die ausgezeichnete Betreuung.

Mein Dank gilt vor allem Frau Dr. Astrid Kratschmann, die mir als Betreuungsperson für diese Masterthese zur Seite stand. Der intensive fachliche Austausch, der öfters auch den unmittelbaren „Tellerrand“ dieser Arbeit verließ, hat die Tiefe der Arbeit wesentlich erhöht und wichtige Schlussfolgerungen ermöglicht.

Markus Wurzer, 25.08.2016

Kurzfassung

Diese Masterarbeit (Stand August 2016) beschäftigt sich mit den von den größten Ratingagenturen angewandten Verfahren zur Bonitätsanalyse von europäischen Immobilienunternehmen. Die Arbeit erläutert den methodischen Hintergrund für die Durchführung von Unternehmensratings im Bereich „Real Estate“, wie sie von Standard & Poor's, Moody's und Fitch in entsprechenden englischsprachigen Methodenpapieren veröffentlicht werden. Der erste Teil der Arbeit vermittelt Hintergrundwissen über die Entstehung von Ratingagenturen vor dem Hintergrund sich öffnender Kapitalmärkte, über Zweck und Anwendung von Ratings, über die Regulierung von Ratingagenturen in der EU nach der Wirtschaftskrise 2007/08 sowie über Herkunft und aktuelle Marktposition der drei größten Agenturen. Im Hauptteil der Arbeit werden Definition, Einfluss und Bewertung der wesentlichen Ratingfaktoren für die Ermittlung des Kreditrisikos detailliert beschrieben und die methodischen Differenzen zwischen den Agenturen herausgearbeitet. Der Aufbau dieser Beschreibung folgt hierbei einem vereinheitlichten Branchenstandard: die Analyse untergliedert sich in 1. Länderrisiko, 2. Branchenrisiko, 3. Wettbewerbsposition und Portfolio, 4. Managementrisiko, 5. Finanzrisiko und 6. übrige ratingrelevante Aspekte. Abschließend werden die gewonnenen Erkenntnisse kritisch hinterfragt und Grenzen einer festgeschriebenen Methodik identifiziert. Hierauf aufbauend werden mögliche Alternativen zu externen Ratings ins Spiel gebracht sowie Ratschläge für die Anwendung externer Ratings erteilt.

1. Einleitung

Die Risikoanalyse des Kreditnehmers steht für Kapitalgeber bei Finanzierungsentscheidungen immer im Mittelpunkt. Das Ergebnis dieser Analyse hat wesentlichen Einfluss auf die Zusage als solche, aber auch auf die damit verbundenen Konditionen wie Verzinsung, Finanzierungsbetrag, Laufzeit sowie den Umfang von Sicherheiten.

Die Internationalisierung des historisch von Banken geprägten europäischen Kapitalmarkts und der rasant zunehmende Druck, schnelle Entscheidungen zu treffen, stellt die Bonitätsprüfung heute vor neue Herausforderungen. Zunehmend spezialisierteren Investoren, darunter auch klassischen Geschäftsbanken, stehen wesentlich mehr Anlageoptionen offen, von denen – im Sinne des „Shareholder Value“ – möglichst viele geprüft und verglichen werden müssen. Im Ergebnis nimmt sich der einzelne Marktteilnehmer am Kapitalmarkt kaum mehr genug Zeit für eine fundierte Kreditwürdigkeitsprüfung künftiger Engagements: hierfür verlässt er sich immer öfter auf anerkannte externe Ratings.

Durch die aktuell unbestritten hohe Attraktivität von Immobilien als Anlageprodukt besteht gerade im Immobiliensektor hohe Nachfrage durch internationale Kreditgeber. Größere Summen werden gerne über auf dem Kapitalmarkt handelbare Instrumente (insb. Anleihen) zur Verfügung gestellt, denen nicht nur Cash-Flows einzelner Projekte, sondern ganzer Portfolien oder Gesellschaften zugrunde liegen. Relevanter denn je ist die Frage, was die Bedingungen beeinflusst, zu welchen sich Eigentümer von Immobilienportfolios heute dieser Gelder bedienen können und welche Kriterien bei Vergleichen einzelner Gesellschaften aus Finanzierungssicht angewandt werden.

Diese Masterarbeit beschäftigt sich mit den von den größten Ratingagenturen angewandten Verfahren zur Bonitätsanalyse von Immobilienunternehmen. Die Arbeit erläutert den methodischen Hintergrund für die Durchführung von Ratings, wie sie von Standard & Poor's, Moody's und Fitch veröffentlicht werden. Hierbei beschreibt sie die wesentlichen standardisierten Bewertungsschritte und die methodischen Differenzen zwischen den Ratingagenturen und geht auf die erfolgte Gewichtung der relevanten Risikotreiber näher ein. Abschließend werden die gewonnenen Erkenntnisse kritisch hinterfragt und Grenzen einer festgeschriebenen Methodik identifiziert. Diesbezüglich wird auch das Geschäftsmodell der Agenturen kritisch durchleuchtet.

Die Arbeit bietet somit den Kreditgebern von Immobiliengesellschaften eine Referenz, wie verlässlich ein externes Rating der Gesellschaft dessen Kreditwürdigkeit abzubilden vermag und in welchen Bereichen es vorteilhaft wäre, selbst noch zusätzliche Informationen einzuholen. Für kapitalmarktnahe Immobiliengesellschaften bietet diese Arbeit andererseits eine aussagekräftige Checkliste, welche Aspekte des Unternehmens, und in welchen Ausprägungen, als relevant für die Kreditwürdigkeit eingeschätzt werden und hilft so, diese Faktoren entsprechend der strategischen Ausrichtung des Unternehmens zu optimieren.

Grundlage bzw. Primärquelle der Masterarbeit sind die auf der Website der jeweiligen Agentur verfügbaren Unterlagen zu den angewandten Ratingmethoden, einschlägige Gesetze und EU-Verordnungen sowie Sekundärliteratur von Praktikern und Journalisten.

2. Hintergrundinformationen

Dieses Kapitel vermittelt dem Leser einen Überblick über die Entstehung von Ratingagenturen, über Zweck und Anwendung von Ratings, über die Regulierung von Ratingagenturen in der EU sowie über die Herkunft und aktuelle Marktposition der drei größten Agenturen.

2.1. Warum Ratings?

Die Kreditwürdigkeitsprüfung, und die anschließende Verleihung von Geld gegen Zinsen, war jahrhundertlang eine Kernkompetenz der Banken. Historisch ermöglichte es das Vertrauensverhältnis zwischen dem Unternehmen und seiner Hausbank, Kreditrisiken realistisch abzubilden und die Konditionen der Kreditvergabe darauf maßzuschneidern. Heute hingegen haben Unternehmen wesentlich mehr Entscheidungsfreiheit in der Auswahl ihrer Geldgeber: Neben Banken bieten zunehmend auch weitere institutionelle Investoren Kapital zur Veranlagung an, wie zum Beispiel Versicherungen, Vorsorge- und Pensionskassen sowie spezialisierte Vermögensverwalter.

Von den USA (Wall Street) ausgehend, öffneten sich in den Jahren nach dem zweiten Weltkrieg die Kapitalmärkte aus den verschiedensten Gründen. Die Schulden stiegen in den siebziger Jahren rasant an, als die Geldmenge von der Goldmenge entkoppelt wurde. Auch die Volatilität der Zinsen und Wechselkurse erhöhten sich und damit die Frequenz im börslichen Handel mit standardisierten Finanzinstrumenten. Aufgrund der Verfügbarkeit von Ratings war es Händlern möglich, ohne eine langwierige Analyse des Unternehmens, dessen Finanzinstrumente, gestützt auf Informationen des Ratingberichtes, zu kaufen und zu verkaufen.¹

Die von Ratingagenturen erstellten Ratings bilden die historisch durch Banken durchgeführte Kreditwürdigkeitsprüfung auf mehr oder weniger standardisiertem Wege ab und erleichtern so das Verständnis durch potenzielle neue Investoren. Währenddessen spielen Banken weiterhin eine wichtige Rolle in der Unternehmensfinanzierung, insbesondere bei nicht-kapitalmarktnahen Kreditnehmern und nicht-standardisierten Finanzierungen. Allenfalls investieren Banken auch an der Seite kapitalmarktorientierter Investoren am Markt in dieselben

¹ Horstmann, Ulrich (2013): Die geheime Macht der Ratingagenturen, FinanzBuch Verlag, München, S. 134

Produkte und nutzen, sofern sie kein internes Rating erstellen, ebenfalls die Informationen externer Ratings zur Bemessung ihres Risikokapitals.

2.2. Was sind Ratings?

Ratingagenturen haben sich auf die Kreditwürdigkeitsprüfung für Dritte (deshalb „externes“ Rating) spezialisiert und ihre Schlüsse prägen die Aktivitäten auf internationalen Kapitalmärkten mehr denn je. Ratings bilden die Meinung der Agentur ab, wie hoch die künftige Leistungsfähigkeit eines Unternehmens relativ zu anderen Unternehmen ist, finanziellen Verpflichtungen nachzukommen.²

In der EU-Verordnung über die Regulierung von Ratingagenturen wird das Rating wie folgt definiert:

„[Das Rating ist] ein Bonitätsurteil in Bezug auf ein Unternehmen, einen Schuldtitel oder eine finanzielle Verbindlichkeit, eine Schuldverschreibung, eine Vorzugsaktie oder ein anderes Finanzinstrument oder den Emittenten derartiger Schuldtitel, finanzieller Verbindlichkeiten, Schuldverschreibungen, Vorzugsaktien oder anderer Finanzinstrumente, das anhand eines festgelegten und definierten Einstufungsverfahrens für Ratingkategorien abgegeben wird.“³

Entsprechend können nicht nur Unternehmen (z.B. „Immofinanz AG“), sondern auch einzelne Finanzinstrumente (z.B. „Anleihe der Unibail-Rodamco SE mit der ISIN XS0894202968“) Ratings tragen. Ersteres (das „Emittentenrating“) gibt Auskunft über die allgemeine Kreditwürdigkeit eines Unternehmens, während das Rating konkreter Finanzinstrumente (das „Emissionsrating“) aufgrund der konkreten Vertragsbedingungen (u.a. eingeräumte Sicherheiten, Seniorität bzw. Rang der Zahlungen, Fälligkeitenprofil) vom Emittentenrating abweichen kann.⁴

Zusätzlich zu diesen gebräuchlichen (und in dieser Arbeit behandelten) Ratings werden aber je nach Nachfrage einzelner Investoren auch spezialisierte Ratings angeboten, wie z.B. Ratings der erwarteten Verwertungsquote, Ratings der

² Fitch Ratings Ltd. (2014): Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion, https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf - abgerufen am 22.08.2016, S. 6

³ Europäisches Parlament und Rat (2009): Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, Amtsblatt der Europäischen Union, Art. 3, lit. 1a

⁴ Standard & Poor's Financial Services LLC (2016): Standard & Poor's Ratings Definitions, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352 - abgerufen am 22.08.2016, Nr. 7-9

erwarteten Unterstützung durch Dritte sowie auch Ratings die keinerlei Aussage über Kreditwürdigkeit treffen, wie z.B. Ratings der Qualität eines Fondsmanagers.

In der Regel werden langfristige Ratings vergeben, d.h. die Einschätzung über die Kreditwürdigkeit übersteigt den Horizont eines Jahres. Im Gegensatz dazu sind auch Kurzfristratings verbreitet, die Bonitäten im unmittelbaren Zeitraum eines Jahres bewerten.

2.2.1. Definition Kreditwürdigkeit

Aufgrund der zukunftsbezogenen und daher unvermeidbar subjektiven Einschätzungen der Analysten und des Managements ist die Kreditwürdigkeitsprüfung keine exakte Wissenschaft. Zentrales Element der Kreditwürdigkeit (gleichzusetzen mit dem Begriff „Bonität“), ist die Ausfallswahrscheinlichkeit. Als „Ausfall“ gilt bei S&P⁵ und Moody's⁶ das Eintreffen folgender Ereignisse:

- Vertragliche Zahlungen (Zinsen oder Tilgung) wurden nicht geleistet
- Ein Insolvenzverfahren wurde über den Schuldner eröffnet
- Die Schulden wurden in eine andere (meist wertmindernde) Form von Schuld- oder Beteiligungsverhältnis umgewandelt (sog. „Distressed Exchange“)
- Die Bedingungen der Schulden wurden angepasst, z.B. hinsichtlich Laufzeit oder Zinsen

Die Prüfung, ob die Ausfallswahrscheinlichkeit richtig bewertet wurde, kann nur retrospektiv durch statistische Analyse über lange Zeiträume und auf möglichst aggregierter Ebene erfolgen. Sowohl einzelne Agenturen als auch Regulatoren führen diese Studien durch. Ratingagenturen stellen fest, dass es nicht möglich ist, ihren erstellten Ratings eine exakte Ausfallswahrscheinlichkeit zuzuordnen – einerseits, da das Rating nicht nur eine Aussage über die Ausfallswahrscheinlichkeit

⁵ Standard & Poor's Financial Services LLC (2016): Standard & Poor's Ratings Definitions; Nr. 8

⁶ Moody's Investors Service, Inc. (2015): Rating Symbols and Definitions, https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004 - abgerufen am 22.08.2016, S. 37

treffen soll, andererseits, da sich die Wahrscheinlichkeiten mit den allgemeinen Wirtschaftszyklen verändern können.⁷

Neben der Ausfallswahrscheinlichkeit, die für S&P das Herzstück der Kreditwürdigkeit darstellt, spielt für alle Agenturen u.a. auch die Verwertungsquote im Falle eines Ausfalls eine Rolle. Diese sagt aus, wie hoch die Quote ist, die trotz Ausfall an den Investor ausbezahlt wird. Fitch rechnet bei Unternehmensratings mit einer durchschnittlichen Verwertungsquote von 30-50%.⁸ Emissionsratings bilden zusätzlich noch den Rang des Investors und die Stabilität des Ratings direkt im Rating ab.

2.2.2. Das Ratingssystem – eine Hierarchie der Kreditwürdigkeit

Das Rating drückt die relative Kreditwürdigkeit durch eine standardisierte Buchstabenkombination aus. Das Rating bietet also nur eine Indikation, wie die Kreditwürdigkeit des Emittenten oder der Emission im Vergleich zum Wettbewerb einzustufen ist. Entsprechend trifft das Rating auch keine Aussage über die Attraktivität des Investments. Letztere orientiert sich am Marktwert, der ja in keiner Weise in der Analyse behandelt wird.

Ratings werden von nahezu allen Agenturen auf einer Skala von ‚AAA‘ (nahezu kein Ausfallrisiko), bis ‚D‘ (Zahlungsausfall) vergeben. Durch den Zusatz von ‚+‘ und ‚-‘ (bzw. bei Moody’s ‚1‘, ‚2‘ oder ‚3‘) werden Ratings feiner differenziert.

Ratings ab ‚BBB-‘ aufwärts werden landläufig als „Investment Grade“ bezeichnet und grundsätzlich als relativ sichere Anlage betrachtet. Viele institutionelle Investoren haben sich gegenüber ihren Geldgebern dazu verpflichtet, nur in Produkte zu investieren, die ein solches Rating halten. Ratings unterhalb dieser Grenze werden als „spekulativ“ bzw. „High Yield“ bezeichnet und von bestimmten Investoren prinzipiell gemieden bzw. nicht als Sicherheit akzeptiert.⁹

Die nachfolgende Tabelle verdeutlicht sowohl die Bandbreite an verfügbaren Ratings als auch die Skalen der einzelnen Agenturen. Es kommt klar zum Ausdruck, dass sich die Skalen aller Agenturen nur in Details unterscheiden.

⁷ Standard & Poor's Financial Services LLC (2009): General Criteria: Understanding Standard & Poor's Rating Definitions, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceld/5435305 - abgerufen am 22.08.2016, S. 5

⁸ Fitch Ratings Ltd. (2014): Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion, S.12

⁹ Fitch Ratings Ltd. (2016): About Credit Ratings, <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/definitions> - abgerufen am 22.08.2016, S. 1

Ratingagenturen* und Ratingklassen							Bonitätseinstufung / Klassenbeschreibung		
	S&P	Moody's	Fitch	Credit- reform	Euler Hermes	Scope	GBB RATING		
Investmentgrade	AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	Sehr gut Höchste Bonität, praktisch kein Ausfallrisiko.	
	AA+	Aa1	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	Sehr gute bis gute Bonität Hohe Zahlungswahrscheinlichkeit.	
	AA	Aa2	AA	AA	AA	AA	AA		
	AA-	Aa3	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-		
	A+	A1	A+	A+	A+	A+	A+	Gute bis befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung. Viele gute Investementattribute aber auch Elemente, die sich bei Veränderung der wirtschaftlichen Lage negativ auswirken können.	
	A	A2	A	A	A	A	A		
	A-	A3	A-	A-	A-	A-	A-		
	BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	Befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung aber auch spekulative Charakteristika oder mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderungen.
	BBB	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB		
BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-			
Speculative Grade	BB+	Ba1	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	Ausreichende Bonität Sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung, auch in gutem wirtschaftlichen Umfeld.	
	BB	Ba2	BB	BB	BB	BB	BB		
	BB-	Ba3	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-		
	B+	B1	B+	B+	B+	B+	B+	Mangelhafte Bonität Geringe Sicherung von Zins und Tilgung.	
	B	B2	B	B	B	B	B		
	B-	B3	B-	B-	B-	B-	B-		
	CCC+	Caa1	CCC+	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC+	Ungenügende Bonität Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz. In akuter Gefahr eines Zahlungsverzuges.
CCC	Caa2	CCC	CC	CC	CC	CC			
CCC-	Caa3	CCC-	C	C	C	CCC-			

Abbildung 1: Ratingskalen der größten Agenturen im Vergleich

2.3. Was sind Ratingagenturen?

2.3.1. Entstehung des Geschäftsmodells und aktuelles Marktumfeld

Der Unternehmer Henry Poor veröffentlichte bereits 1860 sein „*Handbuch der Eisenbahnen und Kanäle in den Vereinigten Staaten von Amerika*“. Die Publikation lieferte Finanzinformationen über große Unternehmen, die von der rasanten infrastrukturellen Entwicklung der Zeit durch Einwerbung privaten Kapitals profitieren wollten. Der Erfolg lockte Konkurrenz an: 1909 erfolgte die Gründung der John Moody's Agency, 1913 startete die Fitch Publishing Company. Parallel dazu entwickelten sich Investmentbanken zu institutionellen Aktien- und Anleihenhändlern und großen Kunden der Ratingagenturen.¹⁰

Bis heute führen Ratingagenturen Analysen von Schuldnern durch und fassen die gewonnenen Erkenntnisse im Ratingbericht zusammen. Aufgrund des Ratings und

¹⁰ Horstmann, Ulrich (2013), S. 33ff

dessen ausführlicher Begründung können Investitionsentscheidungen in die bewerteten Unternehmen leichter getroffen werden. Dies trifft heute umso mehr zu, als sich die Anlagemöglichkeiten durch Globalisierung (hierbei insb. Harmonisierung von Gesetzen und Rechnungslegungsstandards, Produkt-Standardisierung, Digitalisierung) laufend erhöhen und sich Investoren nicht mehr die Zeit selbst nehmen können und wollen, alle Risiken selbst einzuschätzen.

Heute dominieren drei Agenturen den internationalen Ratingmarkt: Standard & Poor's (seit 1941 unter dieser Marke), Moody's Investors Service und Fitch Ratings. Deren Marktanteile sind überwältigend: Werner Rügemer beziffert den globalen Anteil der „Großen Drei“ mit 97%¹¹, die Aufsichtsbehörde ESMA mit 92% in der EU¹². Überdies stehen S&P, Moody's und Fitch mehrheitlich im Eigentum US-amerikanischer Konzerne, indirekt teils sogar denselben, wofür sie regelmäßig kritisiert werden.

Folgende Agenturen sind in der Europäischen Union lizenziert:

Agentur	Land	Marktanteil
Standard & Poor's Group	Diverse (Ursprung in USA)	40,42%
Moody's Group	Diverse (Ursprung in USA)	34,67%
Fitch Group	Diverse (Ursprung in USA)	16,80%
DBRS Ratings Limited	Großbritannien (Ursprung in Kanada)	1,47%
CERVED Group S.p.A.	Italien	1,20%
The Economist Intelligence Unit Ltd	Großbritannien	0,87%
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	Großbritannien	0,79%
Feri EuroRating Services AG	Deutschland	0,64%
Axesor S.A.	Spanien	0,61%
ICAP Group SA	Griechenland	0,55%
Creditreform Rating AG	Deutschland	0,50%
CRIF S.p.A.	Italien	0,33%
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	Deutschland	0,32%
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Deutschland	0,21%
Euler Hermes Rating GmbH	Deutschland	0,20%
Scope Credit Rating GmbH	Deutschland	0,14%

¹¹ Rügemer, Werner (2012): Rating-Agenturen: Einblicke in die Kapitalmacht der Gegenwart, transcript, Bielefeld, S. 21

¹² European Securities and Markets Authority (2015): Competition and choice in the credit rating industry, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1879_esma_cra_market_share_calculation.pdf - abgerufen am 22.08.2016, S. 8

Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Zypern	0,12%
Spread Research SAS	Frankreich	0,11%
ARC Ratings, S.A.	Portugal	0,02%
BCRA-Credit Rating Agency AD	Bulgarien	0,02%
Dagong Europe Credit Rating Srl	Italien (Ursprung in China)	0,02%
European Rating Agency, a.s.	Slowakei	0,00%
EuroRating Sp. Zo.o.	Polen	0,00%
INC Rating Sp. Zo.o.	Polen	0,00%
ModeFinance S.A	Italien	0,00%
Rating-Agentur Expert RA GmbH	Deutschland	0,00%

Tabelle 1: In der EU registrierte Ratingagenturen und deren Marktanteile

Neben den weltweit wie regional stark oligopolistisch operierenden Agenturen bieten auch viele weitere Agenturen Ratings an, wie z.B. in Deutschland Scope Ratings oder die Creditreform Rating. Die Akzeptanz der Ratings der nicht-Top-3 Agenturen ist deutlich geringer, und im Segment der Mittelstandsanleihen, in speziellen Branchen bzw. in lokalen Märkten weiter verbreitet. Immer wieder werden die Markteintrittsbarrieren für neue bzw. kleine Ratingagenturen thematisiert, da sich Aufsichtsbehörden generell einig sind, dass mehr Wettbewerb am Markt für Ratings auch zu reduzierter Dominanz der großen Drei und zu mehr Qualität beitragen würde. Auch die Tatsache, dass inzwischen alle großen Agenturen in US-amerikanischem Eigentum stehen wird in der EU heftig kritisiert und mit Versuchen zur Etablierung einer Europäischen Agentur bekämpft.¹³

Ulrich Horstmann (2013) sieht sehr geringe Chancen für eine baldige Veränderung des Marktumfeldes. Dies begründet er mit Lizenzierungshürden für neue Agenturen und der langjährigen Erfahrung und Expertise der großen Drei. Als möglichen Wettbewerbsvorteil für Neueinsteiger identifiziert er die Möglichkeit, mit Transparenz zu punkten um Vertrauen zu schaffen.¹⁴ Wie in Kapitel 5 dargestellt wird, ist die Undurchsichtigkeit der Methoden von S&P, Moody's und Fitch ein Ärgernis für viele Anwender von Ratings.

2.3.2. Regulierung von Ratingagenturen in der Europäischen Union (EU)

Die Arbeitsweise von Ratingagenturen und deren Beaufsichtigung war im gesamten 20. Jahrhundert kaum spezifisch geregelt. Erst vor dem Hintergrund der überraschenden Insolvenzen Enrons (2001) und Parmalats (2003) trotz guter

¹³ Rügemer, Werner (2012), S. 172

¹⁴ Horstmann, Ulrich (2013), S. 73f

Ratings wurde weltweit über einschlägige Vorschriften diskutiert. 2004 veröffentlichte die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) einen weltweit gültigen „Verhaltenskodex für Ratingagenturen“. Dieser freiwillige Bericht, so stellte die EU-Kommission noch 2006 in einer offiziellen Mitteilung fest, stelle zusammen mit drei weiteren bestehenden EU-Richtlinien ein ausreichendes Regelwerk dar.¹⁵

Nur knapp zwei Jahre später wurde Ratingagenturen aufgrund fahrlässig optimistischer Ratings strukturierter Produkte (z.B. verbriefte Schuldverschreibungen von Zweckgesellschaften, die US-Hypothekendarlehen hielten) eine Teilschuld am Zusammenbruch der Märkte 2008 zugesprochen, da sich derartige Produkte gerade aufgrund der ausgezeichneten Ratings rasant verbreitet hatten, jedoch als extrem riskant und destabilisierend entpuppten. In der EU reagierte die Kommission infolge auf die starke mediale und öffentliche Kritik und entwickelte die EU-Verordnung 1060/2009 für Ratingagenturen, die im Dezember 2009 in Kraft trat.

„Mit dieser Verordnung wird ein gemeinsamer Regulierungsansatz eingeführt, um die Integrität, Transparenz, Verantwortung, gute Unternehmensführung und Verlässlichkeit von Ratingtätigkeiten zu fördern und zur Verbesserung der Qualität von in der Gemeinschaft abgegebenen Ratings beizutragen, um auf diese Weise zu einem reibungslos funktionierenden Binnenmarkt beizutragen und ein hohes Maß an Verbraucher- und Anlegerschutz zu gewährleisten.“

(Europäisches Parlament und Rat, 2009, Art. 1)

Zentraler Gegenstand dieser Verordnung ist die Registrierungspflicht für in der EU tätige Ratingagenturen und die detaillierte Aufteilung von Aufsichtskompetenzen zwischen nationalen und gemeinschaftlichen Behörden. Um Ratingqualität und Unabhängigkeit zu verbessern, werden strenge Anforderungen an Vergütung, Rotation und Ausbildung von Analysten erteilt. Verpflichtende Veröffentlichungen von Ratingmodellen und -ergebnissen und die Pflege einer historischen Ratingdatenbank sollen die Transparenz der Branche erhöhen.

¹⁵ Europäisches Parlament und Rat (2006): Mitteilung 2006/C 59/02 der Kommission über Rating-Agenturen, Amtsblatt der Europäischen Union, S. 5

Mit Inkrafttreten des European System of Financial Supervision (ESFS) und Gründung der European Securities Markets Authority (ESMA, vormals CESR) sind wesentliche Aufgaben der zentralen Beaufsichtigung von Ratingagenturen 2011 auf diese übergegangen. Zusätzlich wurden seitdem einige (delegierte) EU-Verordnungen in Sachen Ratings erlassen, zuletzt 2015.

3. Beschreibung der methodischen Vorgangsweise

Dieses Kapitel definiert das Thema der Masterarbeit und leitet die gewählte Struktur der Arbeit her. Überdies erfolgt auch eine kurze Beschreibung der Primärquelle der Arbeit: der Methodenpapiere der Ratingagenturen.

3.1. Inhalt der Masterarbeit

Diese Arbeit befasst sich mit langfristigen, externen Ratings von Immobilienunternehmen, die einen wesentlichen Teil ihres Umsatzes mit der Vermietung von Wohn- und Gewerbeimmobilien generieren. Im internationalen Umfeld sind dies oft Real Estate Investment Trusts (REITS), die aufgrund diverser gesetzlicher Bestimmungen ausschließlich dieses Geschäftsmodell in der Satzung verankern, und dafür Steuervorteile genießen. Aber auch jene Unternehmen, die nicht als REIT gelten, im Jargon „Real Estate Operating Companies“ bzw. „REOCs“ genannt, sind eingeschlossen. Explizit ausgenommen, sind Immobilienentwicklungsunternehmen, da diese aufgrund ihres höheren Risikoprofils in der Regel mit anderen Methoden bewertet werden und selten ein brauchbares Rating erhalten.

Die Arbeit geht der Frage nach, welche Einflussfaktoren die größten Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch als für die Kreditwürdigkeit dieser Unternehmen relevant betrachten und wo klare Gemeinsamkeiten, oder Abweichungen, bestehen.

Ergebnis der Arbeit ist eine übersichtliche, durch Kombination der Methoden objektivierte und neu strukturierte Darstellung der einzelnen Faktoren einer Ratingmethode nach international anerkanntem Standard. Die Arbeit erleichtert somit das Verständnis der Kreditwürdigkeitsprüfung, die aufgrund vieler und unterschiedlich detaillierter Quellen sehr komplex erscheint.

3.2. Grundlagen und Quellen der Bearbeitung

Gem. Artikel 8 der EU-Richtlinie EG 1060-2009 müssen Ratingagenturen ihre Methoden veröffentlichen, weshalb weitgehend auf diese verfügbaren Informationen abgestellt wird. Überdies wurde die Literatur um die gesetzlichen Grundlagen ergänzt. Auch mehrere Journalisten haben sich mit der Tätigkeit von

Ratingagenturen auseinandergesetzt und, oft relativ kritisch, darüber berichtet, weswegen auch diese Bücher wertvolle Quellen für diese Arbeit darstellen.

Neben den zitierten Quellen fließen in die Arbeit auch die Erfahrungen des Autors mit ein, der sich in seiner beruflichen Praxis an der Schnittstelle zwischen Ratingagentur und Immobilienunternehmen befindet und den Ratingprozess jährlich aktiv mitbegleitet.

3.3. Überblick der methodischen Bearbeitung

Der Hauptteil dieser Arbeit präsentiert Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Ratingmethoden der drei großen Agenturen S&P, Moody's und Fitch. Diese drei Agenturen wurden gewählt, da deren Methoden einen sehr repräsentativen und am Markt akzeptierten Überblick über die Kreditwürdigkeitsprüfung vermitteln. Zudem stellen diese Agenturen ihre Methoden auch sehr detailliert dar und bieten ausreichende Informationsgrundlagen für diese Arbeit.

Hierzu wurden im ersten Schritt pro Agentur alle in den veröffentlichten Methoden erwähnten und relevanten Einzelfaktoren systematisch in einer Liste erhoben (siehe Anhang A). Teilweise wurden die Faktoren direkt dem von der Agentur verwendeten Modell (z.B. Moody's Scorecard) entnommen, teilweise flossen Schlagworte aus erläuternden Bemerkungen ein. Die Strukturierung der Einzelfaktoren in der Liste folgt dem jeweiligen Aufbau in der Methode der Agentur. Die drei Listen wurden danach nebeneinandergelegt und auf Gemeinsamkeiten analysiert. Vorbehaltlich unterschiedlicher Nomenklatur zeigte sich, dass sich viele Elemente überschneiden. Gemeinsamkeiten wurden farblich gekennzeichnet. In Anlehnung an die bestehenden (drei) Strukturen wählte der Autor für die Darstellung in dieser Arbeit eine gemeinsame Struktur, die möglichst allen Methoden Rechnung trägt. Diese wurde als roter Faden des Kapitels 4 dieser Arbeit gewählt. Innerhalb dieser zusammenfassenden Struktur werden Gemeinsamkeiten und Unterschiede beschrieben.

Die zuvor genannten Arbeitsschritte können wie folgt dargestellt werden:

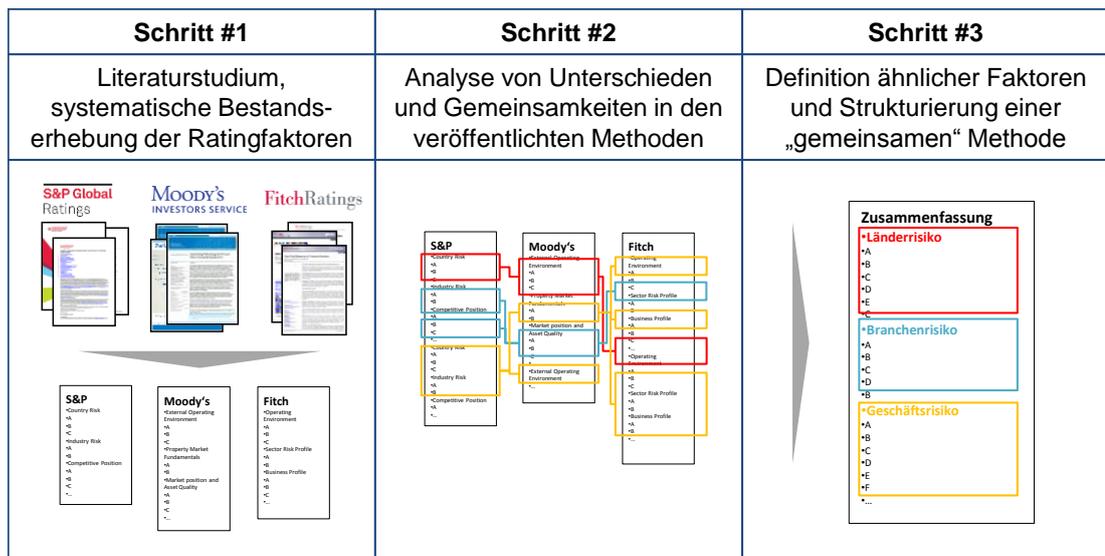


Abbildung 2: Überblick der methodischen Bearbeitung (eigene Darstellung)

Die Arbeit bietet so ein rundes und möglichst objektives Bild über die Essenz der Bonitätsbewertung von Immobilienunternehmen aus Sicht des internationalen Kapitalmarkts, des primären Adressaten der Ratings.

3.4. Studium der Methodenpapiere der Agenturen

Bei allen Agenturen besteht die Ratinganalyse aus der strukturierten Beurteilung einer Vielzahl von Ratingfaktoren, die sich zwischen den Agenturen weniger hinsichtlich deren Inhalte, als deren Gewichtung und Darstellung unterscheiden. Beispielsweise fließt die Beurteilung des Schuldentilgungsprofils bei Fitch im Geschäftsrisiko („Business profile“) ein, bei Moody's ist es wiederum Teil des sehr finanzrisikoorientierten Moduls „Liquidity & Funding“. Bei S&P fließt es erst zum Schluss in die Beurteilung ein.

Hauptquellen dieser Arbeit sind die detaillierten (englischsprachigen) Methodenberichte für Unternehmensratings von Immobiliengesellschaften. Aufgrund der Wichtigkeit der Methodenberichte für diese Arbeit werden diese nachfolgend kurz erläutert:

3.4.1. Standard & Poor's (S&P)

Standard & Poor's ist die größte Ratingagentur der Welt und steht im Eigentum des McGraw-Hill-Konzerns. Typisch für die von S&P veröffentlichten Methoden sind

ausführliche Erläuterungen und ein sehr hoher Detaillierungsgrad der Unterlagen. Die Aufbereitung suggeriert zwar eine sehr „mechanische“ Analyse ohne Interpretationsspielraum, was aber durch die Vielzahl der bewertungsrelevanten Faktoren relativiert wird und Analysten schließlich doch Freiraum in der Gesamtbewertung lässt.

Folgende Berichte wurden im Rahmen dieser These analysiert und verwendet:

In den *Allgemeinen Ratingmethoden für Industrieunternehmen* („Corporate Rating Methodology“)¹⁶ wird die grundlegende Struktur des Ratingprozesses für S&P-Ratings aller Unternehmen außerhalb des Finanzsektors beschrieben. Es erfolgt eine überblicksartige Darstellung der einzelnen Einflussfaktoren und deren relative Gewichtung im Ratingprozess. Unterstrichen wird diese Vielfalt an Verweisen zu speziellen Methodenpapieren, unter anderem beispielsweise zum Länderrisiko und zum Branchenrisiko.

Der Ratingprozess bei S&P wird wie folgt visuell dargestellt:

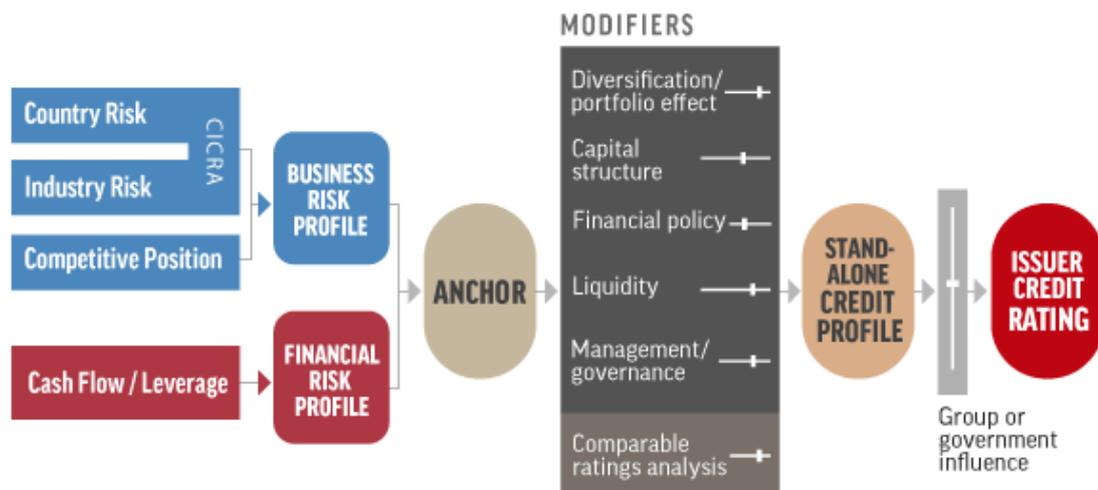


Abbildung 3: Ratingprozess bei S&P

Nach Bewertung des Länderrisikos und Branchenrisikos wird ein gemeinsamer Faktor („CICRA“) erstellt, der im Wesentlichen unabhängig vom zu ratenden Unternehmen ist. Danach wird die Wettbewerbsposition des Unternehmens untersucht und ein „Profil des Geschäftsrisikos“ in einer Zahl ausgedrückt. Die

¹⁶ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1390170 - abgerufen am 22.08.2016

ist die Klarheit und Objektivität, mit welcher Moody's die Einflussfaktoren darstellt: vorab werden Faktoren in einer sogenannten „Scorecard“ und in einem vorläufigen Ratingergebnis, dem „Score“, verdichtet.

Das Ergebnis der „Scorecard“ kann von Analysten hinsichtlich länderspezifischer Faktoren sowie sonstiger, noch nicht abgebildeten Faktoren, adaptiert werden. Außerdem wird darauf hingewiesen, dass die Analyse der Faktoren tendenziell vergangenheitsbezogen erfolgt, und entsprechend prognostizierte Änderungen und Trends erst nachfolgend einfließen können. Moody's gibt an, dass das vorläufige Ergebnis der „Scorecard“ in 86% der Fälle innerhalb zweier Stufen des schlussendlich erteilten Ratings liegt.¹⁹

Die Scorecard enthält die folgenden Faktoren und Gewichtungen:

BROAD RATING FACTOR	BROAD RATING FACTOR WEIGHT	RATING SUB-FACTOR	SUB-FACTOR WEIGHT
Liquidity and Funding	24.5%	Liquidity Coverage	8.00%
		Debt Maturities	6.25%
		FFO Payout	4.00%
		Amount of Unencumbered Assets	6.25%
Leverage and Capital Structure	30.5%	Debt + Preferred/Gross Assets	9.00%
		Net Debt/EBITDA	9.00%
		Secured Debt/Gross Assets	6.25%
		Access to Capital	6.25%
Market Positioning and Asset Quality	22.0%	Franchise/Brand Name	4.00%
		Gross Assets	4.00%
		Diversity-location/tenant/industry/economic	4.00%
		Development % Gross Assets	5.00%
		Asset Quality	5.00%
Cash Flow and Earnings	23.0%	EBITDA/Revenues	6.00%
		EBITDA Margin Volatility	3.00%
		Fixed Charge Coverage	9.00%
		JV/Fund Business % Revenues	5.00%
Total	100.0%		100.0%

Tabelle 2: Moody's-„Scorecard“ und Gewichtung der Ratingfaktoren²⁰

Die „Scorecard“ besteht aus vier großen Themenbereichen: Liquidität & Finanzierung, Verschuldungsgrad & Kapitalstruktur, Marktposition & Qualität der Assets sowie Cash Flow & Gewinne. Jeder Bereich wird mit einem Faktor von

¹⁹ Ders., S. 25

²⁰ Ders., S. 8

zwischen 22,0% und 30,5% gewichtet und in mehrere Analysebereiche untergliedert, die jeweils auch ein vorgegebenes Gewicht tragen. Die „Scorecard“ überzeugt so mit einem sehr hohen Grad an Nachvollziehbarkeit – zumindest bis zu den nachfolgenden Anpassungen.

3.4.3. Fitch Ratings (Fitch)

Bis vor kurzem stand Fitch mehrheitlich im Eigentum der französischen FIMALAC Holding, allerdings erfolgte 2014 ein Verkauf des Unternehmens an die US-amerikanische Hearst Corporation. Dies bedeutet, dass alle marktführenden Ratingagenturen ab sofort unter amerikanischem Einfluss stehen – ein Dorn im Auge diverser Europäischer Politiker.

Fitch begründet sein für diese Arbeit relevantes Ratingverfahren auf die *Allgemeinen Ratingmethoden für Industrieunternehmen* („Corporate Rating Methodology“)²¹, in dem der Ansatz der Agentur beschrieben wird. Im Gegensatz zu S&P geht Fitch jedoch nicht besonders weit in die Tiefe und ermöglicht hierdurch seinen Analysten mehr Freiräume in der Argumentation der Ratingergebnisse. Auch die Gewichtung der einzelnen Faktoren wird nicht näher beschrieben, außer, dass negativen Ausreißern tendenziell ein höheres Gewicht eingeräumt wird.

Obwohl auch ergänzende untergeordnete Dokumente veröffentlicht werden (z.B. Definitionen für Finanzkennzahlen, Methoden der Evaluierung der Unternehmensstruktur) stehen die Allgemeinen Ratingmethoden im Wesentlichen für sich.

Folgende Schlüsselfaktoren in der Beurteilung werden angeführt:

- Branchenrisiko
- Unternehmensumfeld
- Unternehmensprofil
- Managementstrategie und Steuerungsprozesse
- Struktur der Unternehmensgruppe
- Finanzprofil, unterteilt in
 - Cash Flow und Ergebnis
 - Kapitalstruktur
 - Finanzielle Flexibilität

²¹ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=715139 - abgerufen am 22.08.2016

Zudem veröffentlicht Fitch eine unverbindliche Interpretationshilfe („*Special Report – EMEA Real Estate and Property*“)²² für die Anwendung der Allgemeinen Methoden auf das Rating bestandhaltender Immobilienunternehmen. Der betreffende Bericht ist Teil eines Pakets namens „*Navigator for Corporates*“²³, eines Microsoft Excel®-basierten Rechenmodells das veröffentlicht wurde, um die Transparenz der Ratingfindung zu erhöhen und es Unternehmen und Beratern zu ermöglichen, realistische Bandbreiten für ein mögliches Ratingergebnis eigenständig zu berechnen. Der Bericht ist eigentlich kein Teil der offiziellen Ratingmethode, erörtert jedoch immobilienwirtschaftlich relevante Sachverhalte und geht detaillierter auf einzelne Elemente ein. Entsprechend ist dieser auch für diese Arbeit eine wichtige Quelle.

²² Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), www.fitchratings.com - abgerufen am 22.08.2016

²³ Fitch Ratings Ltd. (2014): Introducing Ratings Navigator for Corporates, www.fitchratings.com - abgerufen am 22.08.2016

4. Die einzelnen Ratingfaktoren aus Sicht der Agenturen

In diesem Kapitel erfolgt die Diskussion der einzelnen Faktoren, die für das Unternehmensrating von Immobiliengesellschaften relevant sind. Diese Faktoren sind Teil der Ratingmethoden von S&P, Moody's und Fitch. Aufbau und Struktur der Diskussion in dieser Arbeit folgt möglichst den Methodenpapieren, aufgrund der unterschiedlichen Behandlung der drei Agenturen musste jedoch eine eigene Form gewählt werden. Wo die Agenturen eine voneinander unterschiedliche Vorgehensweise wählen, wird darauf hingewiesen.

Die beschriebenen Faktoren sind:

- Länderrisiko
- Branchenrisiko
- Wettbewerbsposition und Portfolio
- Managementrisiko
- Finanzrisiko
- Übrige ratingrelevante Aspekte

4.1. Länderrisiko

4.1.1. Definition Länderrisiko

Für S&P bedeutet Länderrisiko *„das breite Feld an wirtschaftlichen Risiken, an Risiken die Institutionen oder den Finanzmarkt betreffen und an rechtlichen Risiken, die sich ergeben, wenn Geschäft in oder mit bestimmten Ländern gemacht wird und die die Bonität eines Unternehmens beeinflussen können.“* [übersetzt aus dem Englischen, Anm.]²⁴

Bei Fitch und Moody's ist das Länderrisiko Teil der Bewertung des „Unternehmensumfeldes“, welches auch noch das Branchenrisiko enthält.

Da hier eine große Verwechslungsgefahr besteht, ist wichtig zu bemerken, dass alle Agenturen explizit nicht auf die Bonität (bzw. das Länderrating) des jeweiligen Landes abstellen, sondern auf die Auswirkung externer, landesspezifischer Faktoren auf das zu beurteilende Unternehmen. Allerdings kommt es regelmäßig

²⁴ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, https://www.standardandpoors.com/en_EU/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1370252 - abgerufen am 22.08.2016, Nr. 2

vor, dass die Bonität des Landes eine Obergrenze für die Bonität der Unternehmen in diesem Land darstellt.²⁵

4.1.2. Einfluss des Länderrisikos

Wie für alle Faktoren, wird auch für den relativen Einfluss des Länderrisikos auf das Rating keine präzise Gewichtung formuliert. Bei S&P fließt das Länderrisiko zusammen mit dem Branchenrisiko in ein gemeinsames Profil namens „Corporate Industry and Country Risk Assessment (CICRA)“ ein, welches wiederum zusammen mit dem Faktor „Wettbewerbsposition“ das Profil des Geschäftsrisikos beeinflusst.²⁶ Die Gewichtung erfolgt nicht prozentuell, sondern mittels tabellarischer Zuordnung. Vereinfachend zusammengefasst, beeinflusst der Wert des Länderrisikos zu knapp 10% den vorläufigen „Anker“, wobei sich der Einfluss erhöht, wenn das Länderrisiko stark negativ bewertet wird. Moody's und Fitch bewerten das Länderrisiko im Rahmen der Umfeldanalyse erst im Nachgang zum standardisierten Verfahren. Fitch gibt an, das vorläufige Ratingergebnis nach unten (nicht nach oben) zu revidieren, wenn das Länderrisiko hoch ist und sieht einen tendenziell höheren Einfluss des externen Umfeldes auf Ratings in Entwicklungsländern.²⁷

4.1.3. Bewertung des Länderrisikos

Bei allen Agenturen wird das Länderrisiko für Immobilienunternehmen grundsätzlich nach denselben Maßstäben bewertet wie für Unternehmen außerhalb des Immobiliensektors.²⁸ Neben der USA, Skandinavien, Hong Kong, Singapur, Australien und anderen Ländern kommen die deutschsprachigen Länder generell sehr gut weg. Auf einer Skala von ,1' (geringstes Risiko) bis ,6' (höchstes Risiko) bewertete S&P im Jahr 2013 Deutschland und die Schweiz mit einer ,1' und Österreich mit einer ,2'.²⁹ Eine ,6' erhielten beispielsweise Argentinien, die Republik Kongo, Ägypten, Pakistan und Venezuela. Ausgehend vom Sitz des bewerteten

²⁵ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 2

²⁶ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, S. 24

²⁷ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 13

²⁸ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Methodology: Industry Risk, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1604122 - abgerufen am 22.08.2016, Nr. 21

²⁹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Standard & Poor's Publishes Finalized Country Risk Assessments For 103 Countries, <http://maalot.co.il/publications/MT20141120110914d.pdf> - abgerufen am 22.08.2016, S. 2

Unternehmens wird das Länderrisiko für international tätige Unternehmen mithilfe gewichteter Durchschnittswerte ermittelt.³⁰

Die vielfältigen Einflussfaktoren auf das Länderrisiko können generell in drei Hauptgruppen unterschieden werden: das wirtschaftliche Umfeld, die Qualität und Offenheit der Finanzmärkte sowie politische Risiken. Zur Bemessung (und auch Objektivierung) diverser Sub-Faktoren wird von den Agenturen teilweise auf externe Indizes der Weltbank oder Transparency International abgestellt.³¹ Bei vielen weiteren Einflussfaktoren wird von S&P eine Scoring-Methode angewandt, der Faktor also nach eigenem Ermessen auf einer Skala bewertet. Die Gewichtung der einzelnen Elemente des Länderrisikos ist in der Regel ausgewogen. S&P³² und Fitch³³ erläutern aber, dass einzelne Risiken einen höheren Stellenwert bekommen, wenn sie deutlich schwächer als die übrigen Elemente bewertet werden – ein Ansatz der in den Ratingmethoden öfters Gültigkeit hat.

Zu den einzelnen Einflussfaktoren:

4.1.3.1. Wirtschaftliches Umfeld

Makroökonomische Kennzahlen in absoluter Höhe sowie deren erwartete künftige Entwicklung und Volatilität spielen bei der Bewertung des Länderrisikos eine entscheidende Rolle. Sie beeinflussen die Nachfrage und Planungssicherheit für das im Land tätige Unternehmen.³⁴ Von allen Agenturen werden eine große Anzahl an Kennzahlen wie Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Arbeitslosigkeit, Kaufkraft, und Zinssätze erhoben und prognostiziert.

4.1.3.2. Qualität und Offenheit der Finanzmärkte

Die Beurteilung des Finanzmarktes beantwortet die Frage, wie leicht es im Land ist, in den vier Quadranten (öffentlich/privat, Fremd/Eigenkapital) an externes Kapital zu kommen. Konkret wird einerseits die Stärke des Bankensektors hinsichtlich Verfügbarkeit von Fremdkapital sowie, andererseits, die absolute Größe und Vernetzung der Kapitalmärkte bewertet.³⁵ Kann das Unternehmen nachweisen,

³⁰ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nr. 16

³¹ Ders., Nr. 44

³² Ders., Nr. 28

³³ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 13

³⁴ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 21

³⁵ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nr. 41

dass es mehrere internationale Kapitalquellen hat, ist die Bewertung aufgrund reduzierten Risikos eines Engpasses besser. Bei S&P erfolgt die Beurteilung der Finanzmärkte im Rahmen der Erhebung des Branchen- und Länderrisikos für Banken (der sog. „BICRA“ Wert) und dessen Anpassung. In dieser weltweiten Wertung bildet die Schweiz alleine die „Gruppe 1“ mit dem geringsten Risiko, gefolgt von der Gruppe 2 (von 10), zu der Österreich und Deutschland gezählt werden.³⁶

4.1.3.3. Politisches Risiko

In diesem Bereich wird ermittelt, wie stabil die regulatorischen Rahmenbedingungen sind und wie konsequent die Politik die Einhaltung der Gesetze verfolgt. In der Bewertung dieses Risikofaktors spielt auch die Korruptionsprävention eine entscheidende Rolle.³⁷ Für Immobilienunternehmen besonders bedeutsam sind zusätzlich Fragen der Besteuerung, der Rechtssicherheit im Grundverkehr (Grundbuch) und die Praxis der Genehmigungsvergabe für Entwicklungsprojekte. Auch Mietzinsbeschränkungen und die grundsätzliche Transparenz der Informationen über den Markt werden betrachtet und bewertet.³⁸

4.2. Branchenrisiko

4.2.1. Definition Branchenrisiko

Das Branchenrisiko könnte man auch als „Sektorenrisiko“ oder „Industrierisiko“ bezeichnen. Es wird aber von den Agenturen nicht praktikabel definiert. Für S&P bedeutet es *„die relative Gesundheit und Stabilität der Märkte, in denen das Unternehmen agiert“* [übersetzt aus dem Englischen, Anm.]³⁹. Nach den Bewertungsmethoden zu schließen, geht es im Branchenrisiko um die von (externen) Brancheneinflüssen bestimmte Planungssicherheit künftiger Umsätze und Cash Flows des Unternehmens, die lt. Fitch z.B. dann beeinträchtigt wäre, wenn der Sektor schrumpft, generellen Zyklen unterliegt, oder es intensive Konkurrenzkämpfe zwischen den Marktteilnehmern gibt, die die Margen reduzieren.⁴⁰ In ihrer Auswirkung heißt dies, dass es im Branchenrisiko auf die

³⁶ Standard & Poor's Financial Services LLC (2014): Banking Industry Country Risk Assessment Update: November 2014, www.standardandpoors.com/ratingsdirect - abgerufen am 22.08.2016, S. 5

³⁷ Ders., Nr. 44

³⁸ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 21

³⁹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 21

⁴⁰ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 2

Stabilität und Planbarkeit immobilienwirtschaftlicher Kennzahlen wie z.B. erzielbare Mieten und Leerstände geht, die bei unerwartet negativer Entwicklung zu Ertrags- und damit Bonitätsverschlechterungen führen können.

4.2.2. Einfluss des Branchenrisikos

Wie bereits im Kapitel „Länderrisiko“ erwähnt, erstellt S&P aus dem Branchenrisiko zusammen mit dem Länderrisiko ein gemeinsames Profil namens „Corporate Industry and Country Risk Assessment (CICRA)“. In dieses Profil fließt das Branchenrisiko geringfügig stärker ein als das Länderrisiko (z.B. ergibt ein Länderrisiko von ‚3‘ mit einem Branchenrisiko von ‚1‘ ein CICRA von ‚1‘) und übt damit einen Einfluss auf den Anker von ungefähr 10% – jedoch geringfügig mehr als das Länderrisiko – aus.⁴¹ Moody's bewertet das Branchenrisiko als Teil des Unternehmensumfeldes erst nach der standardisierten Analyse mittels „Scorecard“ und passt das vorläufige Rating nur bei wichtigen Gründen an.⁴² Fitch nimmt keine Stellung dazu, wie hoch dessen Einfluss auf das Unternehmensrating ist und lässt damit dem Analysten Spielraum in der Bewertung.

Zusammenfassend lässt sich interpretieren, dass der Einfluss durch Länder- und Sektorenrisiken, also durch vom Unternehmen nicht beeinflussbare Faktoren, dann zunimmt, je negativer diese bewertet werden. Ein Unternehmen mit extrem stabilem Geschäftsmodell und sehr konservativem Finanzierungsrisiko kann jedoch – basierend auf den einschlägigen Tabellen von S&P und auf der Ratingpraxis der anderen Agenturen – weiterhin auch in schwieriger Branchen- und Länderrisikoumgebung ein „Investment Grade“ Rating erwarten.

4.2.3. Bewertung des Branchenrisikos

S&P bewertet den Immobiliensektor als ‚2‘ (niedriges Risiko) auf einer Skala von ‚1‘ bis ‚6‘ und setzt dies für alle Immobilienunternehmen gleich an. Begründet wird dies damit, dass es in letzter Zeit nur wenige Ausfälle größerer Immobilienunternehmen gab und diese (insb. jene Unternehmen, die ein Rating beauftragen) tendenziell in entwickelten Märkten agieren.⁴³ Fitch hebt die spezifische Langfristigkeit von Miet- und Finanzierungsverträgen als positiv hervor, setzt dem aber entgegen, dass Immobilien auch vielen schlecht beeinflussbaren, externen Faktoren, wie

⁴¹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 24

⁴² Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 1

⁴³ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 6

schwankenden Bewertungs- und Zinsniveaus unterliegen.⁴⁴ Bei Fitch fließen auch direkt beeinflussbare, unternehmensspezifische Faktoren, wie Diversifikation des Portfolios, Verschuldungsgrad und Qualität der Immobilien bereits in die Bewertung des Branchenrisikos ein und können die allgemeine Einschätzung des Branchenrisikos mit ‚BBB‘ noch bis ‚A+‘ verbessern.⁴⁵ Dies ist aus Sicht des Autors systemwidrig, da das Branchenrisiko sich gerade durch die fehlende Möglichkeit der Einflussnahme durch das Unternehmen von anderen Faktoren abgrenzt. Konsistenter wäre eine Analyse der genannten Faktoren im Bereich „Wettbewerbsposition und Portfolio“.

In der Bewertung des Branchenrisikos werden zwei unterschiedliche Herangehensweisen angewandt: Während S&P die Analyse auf rein unternehmensrelevante Faktoren abstellt (Volatilität und Wachstum von Branchenumsätzen und Gewinnen, Markteintrittsbarrieren, Risiko der Produktüberholung), fokussiert Moody's auf immobilienwirtschaftliche Kennzahlen in Teilmärkten (z.B. durchschnittliche Mietniveaus und Leerstandsdaten, allgemeine Neubau und Vermietungsaktivität, Konzentration an bestimmten Mietern und Branchen).⁴⁶ Fitch zieht beide Arten von Informationen heran und erinnert daran, dass eine Diversifikation über Regionen und Nutzungsarten allfällig höhere Branchenrisiken mildern kann, wie auch das Vorhandensein vorausschauend agierender und erfahrener Manager.⁴⁷

Ein Aspekt, der von den Agenturen generell unterstellt wird, ist das Konzept des „Through the Cycle“-Ratings, also einer Ratingbewertung, die einen durchschnittlichen Punkt im Marktzyklus abbildet. Wird das Rating an einem sehr positiven Zeitpunkt des Zyklus durchgeführt, müssen Einflussfaktoren insoweit skeptischer betrachtet werden, als deren Nachhaltigkeit gefährdet ist. Umgekehrt kann ein Unternehmen nach einem Markteinbruch mittelfristig auf Erholung hoffen,

⁴⁴ Fitch Ratings Ltd. (2010): Rating EMEA REITS and Property Investment Companies, https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=503930 - abgerufen am 22.08.2016, S. 1

⁴⁵ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 1f

⁴⁶ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 22

⁴⁷ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 2

weswegen das Rating dies – bis zu einem gewissen Grad – bereits zum Stichtag einpreist.⁴⁸

4.2.3.1. Unternehmensspezifische Faktoren

Für diesen Aspekt der Analyse wird auf die Methode von S&P näher eingegangen. Die Agentur bewertet zwei große Themenbereiche: einerseits die Volatilität der Branche, andererseits Wettbewerbsfaktoren und Wachstum.

Jede Branche hat längerfristige Zyklen, die die Umsätze und Profitabilität von Unternehmen beeinflussen. Zur Bemessung der Volatilität im Immobiliensektor erhebt und verwendet S&P statistische Daten seit 1968, die den durchschnittlichen Einbruch von Umsätzen und EBITDA-Margen zu Beginn bis Ende diverser Rezessionen zeigen. Hierbei wird die Volatilität der Immobilienbranche als „mittel“ eingestuft, da sich Umsätze statistisch um 7,4% und Margen um 10,8% reduzierten. Schwankungen in Bewertungen wären wesentlich höher (30-40%), fließen allerdings bei Unternehmen, die selten Immobilien kaufen und verkaufen nicht in die Bewertung ein, da mangels Transaktion keinerlei Cash-Flows hieraus generiert werden.⁴⁹

Im zweiten von S&P analysierten Aspekt „Wettbewerbsfaktoren und Wachstum“ spielt die Effektivität von Markteintrittsbarrieren, die Höhe und der Trend von Gewinnspannen, die Austauschbarkeit von Produkten, Dienstleistungen und Technologien sowie Wachstumsperspektiven eine Rolle. Eine wesentliche Markteintrittsbarriere in diesem fragmentierten Markt ist für S&P das Ausmaß an erforderlichem Kapital, wobei auch ein bestehendes Netzwerk und die Bekanntheit des Unternehmens bei Mietern einen Wettbewerbsvorteil darstellen können. Der nachhaltige Aufbau von für die Entwicklung einzelner Immobilien erforderlicher Fähigkeiten ist ebenfalls ein Wettbewerbsfaktor.⁵⁰

Da die Volatilität, der erste der beiden Analysesegmente, auf historischen Beobachtungen aufbaut, der Faktor „Wettbewerbsfaktoren und Wachstum“ als zweite Gruppe jedoch prospektiv ist, wird dieser, im Sinne einer Ratingaussage über einen längerfristigen Zeitraum in die Zukunft, überproportional gewichtet.⁵¹

⁴⁸ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 2

⁴⁹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Methodology: Industry Risk, Nr. 33

⁵⁰ Ders., Nr. 26

⁵¹ Ders., Nr. 15

Für Unternehmen, die bereits eine gewisse kritische Größe erreicht haben und Erfahrungen in der Vermietung (und vereinzelt Entwicklung) sammeln konnten, betrachtet S&P das Branchenrisiko aufgrund der im Sektor stets langfristigen Miet- und Finanzierungsverträge sowie der nur sehr langsam fortschreitenden Veränderung der Branche als „gering“.⁵²

4.2.3.2. Immobilienwirtschaftliche Faktoren

Anders als S&P wählt Moody's einen „bottom-up“ Ansatz in der Bewertung des Branchenrisikos und betrachtet weniger die Auswirkungen der Marktfaktoren (z.B. die Entwicklung der Branchenumsätze) sondern deren für die Marktteilnehmer leichter beobachtbaren Ursachen. Zu diesen zählen beispielsweise publizierte Leerstandsdaten, die Höhe der Markt- und Vertragsmieten, Zugeständnisse des Vermieters an den Mieter wie mietfreie Zeiten und Baukostenzuschüsse, die Höhe der Betriebskosten, die allgemeine Vermietungsleistung in einzelnen Märkten als Indikator für deren Attraktivität sowie die allgemeine Bautätigkeit und die relative Erhöhung des Flächenangebots. Veränderungen dieser Faktoren fließen dann ins Rating ein, wenn Moody's eine nachhaltige Stabilisierung auf dem neuen Niveau erwartet und die Entwicklungen nicht vorhersehbar waren.⁵³

4.3. Wettbewerbsposition und Portfolio

4.3.1. Definition Wettbewerbsposition und Portfolio

Fitch integriert diesen Faktor in eine Gesamtbewertung des „Geschäftsrisikos“, gemeinsam mit dem Faktor „Management“. Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird aber die Erläuterung in dieser Arbeit aufgeteilt. Der übergeordnete Faktor „Geschäftsrisiko“ wird in der Regel nicht klar definiert, zur Interpretation hilft die Benennung der einzelnen Einflussfaktoren: die Qualität der Immobilien, die Größe und Position des Unternehmens sowie die Risikodiversifikation und Struktur des Portfolios.⁵⁴

⁵² Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 12

⁵³ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 22

⁵⁴ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 3

Das übergeordnete Ziel der Analyse des Geschäftsrisikos ist die Abbildung einerseits (für S&P⁵⁵) der Nachhaltigkeit der Planung, andererseits (für Moody's⁵⁶) der Stabilität künftiger Cash Flows und Immobilienwerte. Diese hängen sowohl von Risiken aus der Wettbewerbsposition und dem Portfolio als auch vom Faktor „Management“ ab.

Fitch's Bewertung des Geschäftsrisikos enthält auch Finanzierungsaspekte, welche aber in dieser Arbeit im Bereich Finanzierung behandelt werden, da die Finanzierung des Unternehmens von S&P und Moody's nicht im Geschäftsrisiko abgebildet wird.

4.3.2. Einfluss von Wettbewerbsposition und Portfolio

Basierend auf den Zuordnungen, die S&P in den Tabellen trifft, ist Wettbewerbsposition und Portfolio geringfügig wichtiger, als der aus Länder- und Branchenrisiko generierte CICRA-Wert (z.B. ergibt ein CICRA von „3“ mit einer Bewertung des Faktors „Wettbewerbsposition“ von „1“ einen Wert von „1“ für das Geschäftsrisikoprofil). Damit liegt die Bedeutung von Wettbewerbsposition und Portfolio bei knapp über 20% des vorläufigen Ankers.⁵⁷ Auch Moody's gewichtet den nahezu gleichnamigen Faktor in der Scorecard mit 22%.⁵⁸

4.3.3. Bewertung von Risiken aus Wettbewerbsposition und Portfolio

Während viele andere Risiken tendenziell quantitativ bewertet werden, fließen in die Bewertung der Risiken aus Wettbewerbsposition und Portfolio überwiegend qualitative Informationen ein. Alle Agenturen erläutern ausführlich ihre Bewertungsmethoden, die im Wesentlichen in drei Themenbereiche strukturiert werden können, die ähnlich gewichtet werden: die Qualität der einzelnen Immobilien, die Größe und Position des Unternehmens sowie die Risikodiversifikation bzw. Portfoliostruktur.

4.3.3.1. Qualität der Immobilien

Qualität bewahrt vor unerwarteten Miet- und Wertminderungen in schlechten Zeiten. Für Moody's bieten hochqualitative Immobilien, die die Agentur dem Markt folgend

⁵⁵ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 53

⁵⁶ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 14

⁵⁷ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 25

⁵⁸ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 16

als „Class A“ bezeichnet, die beste Grundlage für ein bonitätsstarkes Portfolio. Dies wird damit begründet, dass die Flexibilität des Eigentümers erhöht wird, viele Mieter, Fremd- und Eigenkapitalgeber verfügbar sind und diese Objekte somit liquider, also leichter verkäuflich sind. In je mehr Märkten diese liegen, umso besser für die Bewertung des Unternehmens.⁵⁹ Für S&P zählen Lage, Zustand und Alter, Vermietungsgrad, Bonität der Mieter, Restlaufzeit der Mietverträge, die Größe sowie die Attraktivität der Objekte zu den entscheidenden Qualitätsmerkmalen.⁶⁰

Fitch gibt zu bedenken, dass der Ankauf weniger qualitativer Immobilien zwar oft mit erhöhten Renditechancen verbunden ist und eine Diversifikation grundsätzlich Sinn machen kann – langfristig aber Qualität darin besteht, dass die besten Objekte nachhaltig höheren Ertrag generieren.⁶¹ Diesen bemisst S&P am „Net Operating Income“ (NOI), der im Wesentlichen als Mietertrag abzüglich Betriebs-, Instandhaltungs- und Verwaltungskosten definiert wird. Die Mietrendite, also das Verhältnis von NOI zum Immobilienwert, bietet eine Indikation über die vom Markt attestierte Qualität – je geringer die Rendite, desto höher wird ein Euro Mietertrag im Objekt, relativ zu anderen Objekten, bewertet.⁶²

Die Qualität der Immobilien ist für die Kreditwürdigkeit auch deshalb entscheidend, da Immobilien mit höherer Qualität leichter kurzfristig hypothekarisch beliehen und somit für eine begrenzte Zeit als Sicherheit fungieren können, um schwierige Zeiten mit kurzfristigen Finanzierungen zu überbrücken. Hierzu wird im Faktor „Finanzrisiko“ auch der Anteil unbelasteter Immobilien errechnet.⁶³

4.3.3.2. Größe und Position des Unternehmens

Die Marktposition, der Marktanteil, der Ruf und die absolute Größe des Unternehmens werden ebenfalls stets relativ zu anderen Unternehmen analysiert und erhöht im Allgemeinen die Kreditwürdigkeit proportional mit diesen Variablen.

Größe und Bekanntheit kann helfen, Mieter zu überzeugen bzw. (insb. bei Großmietern in Gewerbeimmobilien) als starker Verhandlungspartner zu begegnen. Moody's stellt fest, dass die höchsten Ratings an jene Unternehmen vergeben

⁵⁹ Ders., S. 14

⁶⁰ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 25

⁶¹ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 4

⁶² Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 26

⁶³ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 4

werden, deren Portfolien und Objekte breiter gestreut sind (zu Diversifikation mehr später) und die eine starke Marktposition auch in höhere Effektivmieten pro Quadratmeter und bessere Vermietungsquoten umlegen können.⁶⁴ Fitch hebt kostenseitige Vorteile von Größe, wie betriebliche Effizienz und Skaleneffekte sowie finanzielle Flexibilität hervor, gibt aber zu bedenken, dass die Größe nicht zwingend relevant ist, z.B. wenn die Einkaufspreise fixiert sind wie bei Rohstoffhändlern (wenngleich dies für Immobilienunternehmen irrelevant ist). Überdies werden namhaften Immobilienunternehmen nahezu alle Opportunitäten bekannt gemacht, was die Kenntnis über den Markt verbessert.⁶⁵

Moody's vergibt ein ‚Aa‘ (die Bestnote in der „Scorecard“) an Unternehmen mit über USD 20 Mrd. an Immobilienvermögen. Ein ‚A‘ gibt es für über USD 10 Mrd. und ein ‚Baa‘ (die Grenze zu „Investment Grade“) für über USD 2 Mrd. an Immobilien im Portfolio.⁶⁶ Letztere Grenze setzt Fitch bei über EUR 1,5 Mrd. an, entsprechend erfolgt die Bewertung üblicherweise in ähnlicher Größenordnung.⁶⁷

4.3.3.3. Risikodiversifikation/Portfoliostruktur

Naturgemäß reduziert die Streuung des Portfolios das Risiko des Unternehmens, da negative Entwicklungen in einzelnen Immobilien (z.B. Mieterausfälle, Lageverschlechterung, hohe Sanierungskosten) selten gleichzeitig bei allen Objekten auftreten.

Eine entsprechende Diversifikation kann z.B. nach Lage, nach Mieter, oder nach Nutzungsart erzielt werden – wie bereits erwähnt stellt Moody's dies als wesentliche Grundlage für gute Ratings dar. Sofern jedoch das Management in bestimmten Bereichen einen klaren Know-How-Vorteil hat, überwiegen für Fitch⁶⁸ und S&P⁶⁹ die Nachteile, Investments außerhalb dieser Märkte zu tätigen um das Risiko zu reduzieren, die Vorteile aus Streuung des Risikos. Besonders kritisch analysiert S&P die Konzentration von Mietern, da deren Bonität eng mit jener des zu bewertenden Unternehmens verwoben ist.

⁶⁴ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 15

⁶⁵ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 3

⁶⁶ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 16

⁶⁷ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 8

⁶⁸ Ders., S. 3

⁶⁹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 37f

Moody's setzt die Bestnote für jene Unternehmen an, die ein Portfolio besitzen, wo weder ein einziger Ort, ein Mieter, ein Sektor oder ein Wirtschaftsbereich 5% der Fläche oder Miete des Gesamtunternehmens überschreitet. Schlechteste Noten erhalten jene Unternehmen, wo dieser Wert bei über 50% liegt.⁷⁰ Fitch analysiert die relative Wichtigkeit der Top 10 Mieter und gibt dann die beste Bewertung ab, wenn auf diese weniger als 20% der Miete bzw. des Marktwertes entfällt (die schlechteste bei über 60%).⁷¹

Zu Diversifikation und Weiterentwicklung des Portfolios kann auch eigene Entwicklungstätigkeit beitragen. Allerdings ist ein zu umfangreiches Development-Programm ob seiner riskanten Natur der Bonität der Gesellschaft nicht förderlich. An dieser Stelle ist zu erinnern, dass die Ratingmethoden für bestandshaltende Immobiliengesellschaften nicht dieselben sind, wie für Immobilienentwicklungsunternehmen. Ein überproportionaler Anteil an Entwicklungsaktivität ist also schon ex ante nicht mit der beschriebenen Methode kompatibel. In Maßen können zwar Entwicklungsprojekte, als unwesentlicher Teil größerer Mietportfolien, zur Vergrößerung und zur Erhöhung der Portfolioqualität beitragen, sie bewirken aber auch variable Cash Flows. Entwicklungsprojekte tragen das Risiko, dass sie zu ungünstigen Zeitpunkten im Wirtschaftszyklus fertig werden können und daher schwierig verwertbar sind, in Vermietung oder Verkauf.

Sowohl Fitch als auch Moody's sehen Entwicklungstätigkeit dann als ungefährlich an, wenn die geplanten Investitionen bei weniger als 5% des Gesamtvermögens liegen. Die Grenze zu „Investment Grade“ liegt bei Investitionen von 15%.

4.4. Managementrisiko

4.4.1. Definition Managementrisiko

S&P versteht hierunter Risiken aus der *„Aufsicht und Steuerung, die von Eigentümern, Organen und Managern ausgeübt wird. Die Wettbewerbsposition und das Kreditrisikoprofil des Unternehmens sind abhängig von der strategischen Kompetenz, der Effektivität in der Unternehmensführung und der Fähigkeit, Risiken*

⁷⁰ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 16

⁷¹ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 4

zu steuern.“ [übersetzt aus dem Englischen, Anm.]⁷² Das Managementrisiko ist bei Fitch gemeinsam mit „Wettbewerbsposition und Portfolio“ Teil des Geschäftsrisikos. Bei S&P ist die Bewertung des Managements im Wesentlichen ein dem vorläufigen Ratingergebnis nachgelagerter Analysefaktor. Moody's bewertet Managementfaktoren losgelöst vom Geschäftsrisiko und ebenfalls nach dem vorläufigen Ergebnis im Bereich „Internes Unternehmensumfeld“ und bemerkt überdies, dass Management im Allgemeinen bereits in den anderen analysierten Faktoren reflektiert sein muss.⁷³

4.4.2. Einfluss des Managementrisikos

Für S&P und Moody's hat das Managementrisiko keinen linearen Einfluss auf das Rating. Die sinnvolle Organisation des Unternehmens und die Kompetenz der handelnden Personen spielen zwar eine große Rolle, werden aber von beiden Agenturen als Voraussetzung erachtet und in der standardisierten Analyse kaum gewürdigt. Gibt es keine Auffälligkeiten, hat das Management auch keinen Einfluss auf die Kreditwürdigkeit. Ineffizientes Management hingegen, und eine riskante oder komplexe Unternehmensorganisation, kann das Rating wesentlich verschlechtern, indem das vorläufige Ratingergebnis (für S&P der Anker und für Moody's das Ergebnis der „Scorecard“) je nach subjektiver Meinung der Agentur herabgesetzt wird. Fitch beurteilt Management linear als einen von fünf Bausteinen innerhalb des Geschäftsrisikos.⁷⁴

4.4.3. Bewertung des Managementrisikos

Neben der Zusammensetzung, Größe und Qualität des Portfolios ist auch dessen Management ein wichtiger Analysefaktor, da die Geschäftsführung die Zukunft dieses Portfolios bestimmt, und somit über die Laufzeit der Finanzierungsinstrumente den Grad des Risikos kontrolliert und natürlich auch verändern kann. Im Bereich Management unterwirft die Agentur einerseits die handelnden Personen einem Kompetenzcheck, andererseits werden jene Elemente am Unternehmen selbst erhoben, die auf die Steuerung Einfluss haben.

⁷² Standard & Poor's Financial Services LLC (2012): General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1556770 - abgerufen am 22.08.2016, Nr. 4

⁷³ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 3

⁷⁴ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 14

4.4.3.1. Qualität des Managements

Die personenbezogene Qualifikation der Geschäftsführung erstreckt sich auf deren Erfahrung und Leistungsbilanz, auf betriebswirtschaftliche Kompetenzen (u.a. operative Effizienz, realistische Budgetierung), Transparenz in der Berichterstattung sowie auf die Fähigkeit, das Portfolio weiterzuentwickeln und bei Bedarf einzelne Immobilien zu veräußern.⁷⁵ Die Risikotoleranz der Personen und deren Erfahrung im Umgang mit Risiko sind Indikatoren für die künftige Ausrichtung des Unternehmens. S&P legt überdies auch einen Augenmerk auf Schlüsselpersonenrisiken.⁷⁶

4.4.3.2. Unternehmensorganisation

Hierzu zählen alle (z.B. in Satzung, Geschäftsordnungen und Richtlinien) dokumentierten Rahmenbedingungen und Prozesse, die langlebiger sind und daher weniger leicht vom bestellten Management verändert werden können. Auch die technologischen Möglichkeiten im Unternehmen spielen eine Rolle in diesem Bereich. Im Sinne der Kreditwürdigkeit werden Prozesse positiv bewertet, die Willkür in der Unternehmensführung ausschließen (z.B. klare Definition der Strategie) und die Haftungsmasse nicht reduzieren (z.B. Dividendenpolitik, Drittvergleiche in der Beauftragung). Hierzu zählt das Vorhandensein effektiver interner Kontrollsysteme, bestehender Risikomanagementstandards und Toleranzgrenzen, die Effektivität der Unternehmensstruktur, die Eigentumsverhältnisse am Unternehmen und deren Interessen sowie der Grad der Integration des Unternehmens (ob Wissen von externen Unternehmen eingekauft wird, oder die Gesellschaft diese Leistungen selbst erbringen kann). Bestehende Anreizvereinbarungen für das Management werden auf ihren möglichen Einfluss auf Interessen der Kreditgeber untersucht.⁷⁷

Bei S&P wird immer auch dahingehend unterschieden, ob das Unternehmen im Eigentum von Finanzinvestoren (wie Private Equity Fonds) oder von strategischen Investoren (wie Industrieunternehmen oder Stiftungen) steht. Im Falle des ersteren wird es als wahrscheinlich angesehen, dass sich die Verschuldungskennzahlen opportunistisch verschlechtern können, da dies ein bewährtes Modell von Finanzinvestoren ist, und diese gerne höhere Risiken eingehen, um Renditen ihrer

⁷⁵ Standard & Poor's Financial Services LLC (2012): General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers, Nr. 36ff

⁷⁶ Ders., Nr. 14

⁷⁷ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 14ff

Eigentümer kurzfristig zu maximieren. Im Falle des letzteren werden die kommunizierten Kennzahlen auf Verständlichkeit, Transparenz und Nachhaltigkeit hin geprüft. Positiv wird hierbei bewertet, wenn das Profil des Unternehmens in etwa unverändert fortgeführt wird.⁷⁸

4.5. Finanzrisiko

4.5.1. Definition Finanzrisiko

Für S&P ist die aktuelle und künftige Fähigkeit, mehr laufende Cash-Einnahmen als Ausgaben zu erwirtschaften der beste Indikator für das Finanzrisiko.⁷⁹ Fitch betrachtet stabile Ergebnisse und Cash Flows als wesentliche Größen, die dem Finanzrisiko zugrunde liegen und die für den laufenden Betrieb und weiteres Wachstum erforderlich sind.⁸⁰ Aus Sicht des Autors ist das Finanzrisiko einerseits das in Zahlen niedergeschriebene Ergebnis der bisher analysierten Risikoteilbereiche (insbesondere ergibt sich die Profitabilität aus dem Erfolg des Geschäftsmodells), andererseits hängt es von Höhe und Struktur der Fremdfinanzierung ab. Das Finanzrisiko ist dann hoch, wenn unerwartete Schwankungen der Cash-Einnahmen wahrscheinlich sind, die die Deckung fixer Ausgaben gefährden. Zu letzteren zählen für Immobilienunternehmen insbesondere Kreditzinsen und Dividenden.

4.5.2. Einfluss des Finanzrisikos

Das Finanzrisiko macht bei S&P ca. die Hälfte⁸¹, bei Moody's⁸² mit insgesamt 78% deutlich mehr des vorläufigen Ratingergebnisses aus. Drei von vier Faktoren in Moody's „Scorecard“ messen Aspekte des Finanzrisikos und verdeutlichen den Stellenwert der quantitativen Analyse im Ratingprozess. Auch für Fitch scheint das Finanzrisiko ein zentrales Element zu sein, da im Bericht „Ratings Navigator Companion“ neben dem eigens bewerteten Finanzrisikoprofil mit drei Faktoren auch

⁷⁸ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 158

⁷⁹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 97

⁸⁰ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 2

⁸¹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 29

⁸² Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 8

zwei finanzielle Faktoren innerhalb des Geschäftsrisikoprofils bewertet werden – ein Übergewicht von 5 zu 3.⁸³

4.5.3. Bewertung des Finanzrisikos

Das Finanzrisiko drückt sich stets durch die Faktoren Profitabilität, Liquidität und Verschuldungsgrad aus. Die quantitative Analyse wird in der Regel kennzahlenbasiert durchgeführt, wobei Bezugsgrößen wie z.B. Cash-Flow und Schulden zueinander in Verbindung gesetzt werden. Um einheitliche Ratings unterschiedlich bilanzierender Unternehmen zu gewährleisten, wird der Konzernabschluss zuvor nach standardisierten Regeln angepasst.

4.5.3.1. Exkurs: Anpassungen diverser Positionen des Jahresabschlusses

Alle Agenturen hinterfragen das im Konzernabschluss abgebildete Zahlenwerk gleich zu Beginn der Analyse dahingehend, ob die Bewertung nach ähnlichen Standards wie bei vergleichbaren Unternehmen erfolgte, oder ob es Spezifika gibt, die erst verstanden werden müssen. Aufgrund der weltweit unterschiedlichen Rechnungslegungs-Standards (z.B. International Financial Reporting Standards (IFRS), Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), diverse lokale Vorschriften) und der darin stets enthaltenen Wahlrechte und Interpretationsmöglichkeiten bietet sich den Agenturen nahezu bei jedem Unternehmen eine Ausgangslage, die es in eine standardisierte und vergleichbare Basis zu überführen gilt. Hierzu veröffentlichen alle Agenturen eine lange Liste möglicher Anpassungen, die nacheinander berücksichtigt werden – manche sind mehr, manche weniger relevant für Immobilienunternehmen.

Bei Ratings von Immobilienunternehmen werden von S&P die folgenden bilanziellen Anpassungen als besonders wichtig hervorgehoben:⁸⁴

- Eine allfällige Glättung von Mieteinnahmen auf die Laufzeit von Mietverträgen (wie unter IFRS vorgeschrieben) wird rückgängig gemacht und auf die tatsächlich geleisteten Zahlungsströme abgestellt. Anreize, wie mietfreie Zeiten und Staffelmieten, werden demnach berücksichtigt und nicht verteilt.
- Projekte, die aus diversen Gründen nicht konsolidiert werden, sondern nur nach der Equity-Methode (also in Höhe des investierten Eigenkapitals) in der

⁸³ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 1

⁸⁴ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 53ff

Bilanz aufscheinen, werden auf Relevanz für die Gesellschaft untersucht. Derartige Konstruktionen, die oft bei Beteiligungen von bis zu 50% angewandt werden, verhindern, dass Erträge und Zinsen in die Analyse sinnvoll einfließen können. Wird die Wahrscheinlichkeit als hoch eingeschätzt, dass die Gesellschaft allfällige Projektverbindlichkeiten und –verluste übernehmen würde (egal ob sie rechtlich dazu verpflichtet wäre), wird das Projekt mit den aliquoten Vermögenswerten und Schulden in der Regel „pro rata“ bilanziert, und die Erträge und Aufwendungen scheinen entsprechend auch anteilig in der Gewinn- und Verlustrechnung auf.

- Die Bilanzierung der Immobilien darf wahlweise zu Marktwerten oder fortgeführten Anschaffungskosten erfolgen. Die Entscheidung, welche Methode gewählt wird, hat weitreichende Konsequenzen für die Aussagekraft des Analyseergebnisses. S&P wählt in der Analyse für beide Varianten jeweils andere Bandbreiten und Formeln, um Vergleichbarkeit zu anderen Unternehmen zu ermöglichen.
- Die in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesene Höhe der Zinszahlungen – eine für viele Kennzahlen wichtige Größe, da diese in der Regel den größten Fixkostenblock darstellt – kann von der tatsächlich bezahlten Zinslast abweichen, wenn Zinsen als Finanzierungskosten aktiviert wurden, die den Vermögenswert des Projekts bilanziell erhöhen. S&P setzt alle Zinszahlungen in jener Periode an, in der sie bezahlt wurden und reduziert den Wert der bilanzierten Projekte entsprechend.

Moody's erwähnt ergänzend die folgenden Anpassungen als wichtig:⁸⁵

- Vorzugskapital, wie z.B. Genussscheine und Vorzugsaktien, wird zu den Schulden gezählt, da den Investoren eine fixe Dividende versprochen wird, ohne Anrechnung jener Charakteristika (z.B. Nachrangigkeit, lange Laufzeit) die diese Instrumente eigenkapitalähnlicher machen. Dies führt dazu, dass das Unternehmen in der Regel schlechter bewertet wird, da die berechneten Verschuldungsquoten und die Zinsbelastung steigen, Vermögen und Einkommen jedoch unverändert bleiben. Interessant ist, dass diese Vorgehensweise für Immobilienunternehmen den global geltenden Regeln von Moody's widerspricht, wo es grundsätzlich die Möglichkeit von

⁸⁵ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 22ff

Teilanrechnungen gibt.⁸⁶ Bei Fitch⁸⁷ und S&P⁸⁸ können derartige Instrumente zu 50% oder sogar 100% angerechnet werden, wenn gewisse Merkmale erfüllt sind.

- Projekte, die zum Verkauf vorgesehen sind, wie beispielsweise Eigentumswohnungen, werden nicht, wie in diversen Rechnungslegungsstandards vorgesehen, separat als „zur Veräußerung gehalten“ bilanziert, sondern zum übrigen Bestandsportfolio addiert. Die Gewinne aus Veräußerungen hingegen werden in der Regel nicht berücksichtigt.

Die Agenturen betonen, dass ihre Anpassungen nicht mit einer Prüfung des Jahresabschlusses des Unternehmens gleichzusetzen sind. Letztere wird durch Wirtschaftsprüfungsunternehmen durchgeführt. Eine Analyse passt Daten an, um diese vergleichbarer und verständlicher zu machen, wo hingegen die Prüfung sich alleine darauf bezieht festzustellen, ob die Finanzkennzahlen konform mit dem relevanten Rechnungslegungsstandard, de facto mit einer gesetzlichen Grundlage, bewertet wurden.

Nachfolgend werden die erwähnten drei Analysebereiche des Finanzrisikos erläutert:

4.5.3.2. Liquidität

Cash-Flow-Kennzahlen sind Schlüsselfaktoren in der Bonitätsanalyse, mit einer Gewichtung von tendenziell deutlich über 20% des vorläufigen Ratingergebnisses.⁸⁹ Ein Unternehmen ist dann „liquide“ wenn es laufend höhere Überschüsse an Cash erzielt, als es zur Bedienung seiner laufenden Verpflichtungen braucht. Die Definition von Cash-Flow ist nicht einheitlich und je nach Zweck der Analyse wird eine andere Kennzahl berechnet. Gebräuchlich sind u.a. die folgenden:

⁸⁶ Moody's Investors Service, Inc. (2015): Financial Statement Adjustments in the Analysis of Non-Financial Corporations, https://www.moody.com/research/Financial-Statement-Adjustments-in-the-Analysis-of-Non-Financial-Corporations--PBC_186828 - abgerufen am 22.08.2016, S. 14

⁸⁷ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 5

⁸⁸ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1476788 - abgerufen am 22.08.2016, Nr. 103

⁸⁹ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 11

- FFO (Funds Flow from Operations) – diese Kennzahl drückt aus, wie viel liquide Mittel aus dem laufenden Betrieb, nach Zinszahlungen und Steuern, erwirtschaftet wird. Mit diesem Kapital müssen jedoch Investitionen in kurzfristige („Working-Capital“) und langfristige Vermögensgegenstände („Capital Expenditures“), außerordentliche Einmalzahlungen sowie Dividenden bedient werden können.
- EBITDA (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation) – obwohl dies an sich keine Cash-Flow Größe darstellt, sondern aus der Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet wird (operatives Ergebnis zzgl. Abschreibungen), wird EBITDA analytisch gerne als eine Cash-Flow Approximation verwendet. Grund dafür ist seine breite Verwendung in der Berichterstattung und konsistente Berechnungsweise. Hiermit lassen sich aussagekräftigere Vergleiche zwischen Unternehmen ziehen. Zinszahlungen und Steuern, sowie andere Faktoren, sind im EBITDA jedoch noch nicht abgezogen – direkt vergleichbar ist EBITDA mit FFO also nicht.⁹⁰

Die Liquiditätsanalyse besteht in der Regel aus zwei Teilen. Im ersten Schritt werden die zuvor angepassten Kenngrößen in wechselseitige Beziehung gebracht („Ratio-Analyse“). Als Grundlagen der Berechnung dienen Cash-Flow (ausgedrückt durch EBITDA oder FFO), Zinszahlungen, Dividendenzahlungen, Tilgungen und Dividenden.

S&P verdichtet seine Bewertung des Finanzrisikos auf drei Kern-Ratios (sowie zwei ergänzende), wobei zwei davon die Liquidität des Unternehmens betreffen.⁹¹

- „Zinsdeckungsfähigkeit“ (EBITDA / Zinszahlungen): dieses Verhältnis sollte im besten Fall über 4,5x liegen – die operativ erwirtschafteten Mittel müssen also 4,5x höher liegen als die zu zahlenden Zinsen, um auch noch genügend Spielraum für Tilgungen, Steuern, Dividenden und sonstige Investitionen zu lassen. Als zu niedrig (schlechteste Bewertung) empfindet S&P einen EBITDA-Wert von unter 1,3x Zinszahlungen.
- „Gesamtschuldendienstdeckungsfähigkeit“ (EBITDA / [Zinszahlungen + Tilgungen + Vorzugsdividenden]): diese Kennzahl folgt in ihrer Natur der ersterwähnten, schließt jedoch auch Tilgungen und Vorzugsdividenden mit

⁹⁰ Fitch Ratings Ltd. (2014): Cash-Flow Measures in Corporate Analysis, <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/re/749394.html> - abgerufen am 22.08.2016, S. 3f

⁹¹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 64

ein. Die verbleibenden Mittel decken Steuern, Dividenden und sonstige Investitionen. Im besten Fall liegt der Wert bei über 3,7x und zu niedrig sind ebenfalls Werte unter 1,3x.

Letztere Kennzahl ist auch ein Element in der Bewertung durch Moody's, wo die Grenze nach oben bei 4,0x und nach unten bei 1,0x liegt.⁹²

Sowohl Moody's⁹³ als auch Fitch⁹⁴ berechnen überdies die Deckungsfähigkeit von Dividenden (FFO / Dividendenzahlung, bzw. umgekehrt), wobei diese max. 50% (Moody's) bzw. 70% (Fitch) des FFO für die Bestnote ausmachen sollten. Beide treffen auch Annahmen zur Liquiditätsdeckung über die nächsten 1-2 Jahre, wobei unter Umständen auch externe Kapitalquellen (Kreditlinien) als Quelle dienen dürfen.

Im zweiten Schritt werden strukturelle Faktoren bewertet, die im Falle einer kurzfristigen Unterdeckung einen Ausgleich schaffen und somit eine Zahlungsunfähigkeit verhindern können. Bei Fitch werden diese Aspekte zwar analytisch im Bereich des „Geschäftsrisikos“ erhoben, zur Vergleichbarkeit mit den anderen Agenturen wurden diese aber in dieser Arbeit in das Kapitel „Finanzrisiko“ gegliedert.

Zu den strukturellen Faktoren zählt beispielhaft die Anzahl der Immobilien, die aktuell nicht durch einen Hypothekarkredit belastet sind und somit leicht und vollständig als Besicherung bei kurzfristiger Aufnahme von Fremdkapital dienen können. Da sich das Rating auf die übergeordnete Ebene des Unternehmens bezieht, werden vorrangige Ansprüche Dritter auf darunter liegende Vermögenswerte, die die Substanz „aushöhlen“, in der Regel negativ bewertet. Hierzu zählen z.B. Hypothekarkredite. Für eine akzeptable Bewertung durch die Agenturen sollte mindestens die Hälfte der Immobilien unbelastet bleiben.⁹⁵ S&P merkt an, dass dieser Aspekt zwischen zwei Unternehmen mit ähnlichem Liquiditätsprofil den Ausschlag geben kann.⁹⁶

⁹² Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 18

⁹³ Ders., S. 10

⁹⁴ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 8

⁹⁵ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 11

⁹⁶ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 75

Ebenfalls ein wichtiger Faktor im Bereich Liquidität ist die künftige Tilgungsstruktur des Unternehmens. Werden Verbindlichkeiten gleichzeitig innerhalb eines kurzen Zeitraumes fällig, muss das Kapital hierfür entweder durch Refinanzierung bei Dritten aufgebracht, oder aus den operativen Rücklagen entnommen werden. In jedem Fall ist vorzuziehen, dass sich die Tilgungen zeitlich verteilen, um keine Liquiditätsengpässe zu bewirken. Je länger diese Tilgungen in der Zukunft liegen, desto mehr Zeit verbleibt für die Vorbereitung der Refinanzierung und je geringer ist das Risiko eines Zahlungsausfalls. Moody's⁹⁷ vergibt die Bestnote, wenn nur weniger als 10% der Verbindlichkeiten innerhalb der nächsten 2-3 Jahre fällig werden, sieht aber hohes Risiko, wenn dieser Wert auf 60% steigt. Fitch⁹⁸ und S&P⁹⁹ wünschen sich für „Investment Grade“-Ratings eine gewichtete Tilgungsdauer von mehr als ca. 5 Jahren.

Die Bedienung der Zinsen wiederum sollte auf das Ablaufprofil der Mietverträge abgestimmt sein, was in der Regel aufgrund der längerfristigen Verträge mit konstant hohen Miet- und Zinszahlungen der Fall ist. Risiken können aber dadurch entstehen, wenn Mietverträge auslaufen und die Zinszahlungen auf länger laufende Kredite daher nicht mehr bedient werden können.¹⁰⁰

Zusätzlich werden Währungsrisiken und Zinsänderungsrisiken in die Analyse einbezogen. Muss die Rückzahlung von Verbindlichkeiten in einer Fremdwährung erfolgen wird der Wechselkurs im Auge behalten. Die negative Bewertung von Zinsänderungsrisiken kann unterbleiben, wenn das Unternehmen Derivate zur Absicherung hält, oder die Verbindlichkeiten mit Fixzinsen bedient.¹⁰¹

4.5.3.3. Profitabilität

Der Erfolg des Geschäftsmodells drückt sich in der Profitabilität aus: der aus angesparten Gewinnen bestehende Bilanzgewinn der Gesellschaft darf als Dividende ausgeschüttet werden. Nachhaltig positive Gewinne werden aus einer Kombination von geringen Kosten, hohen Umsätzen und jeweils stabiler Entwicklung geschrieben. Im Vergleich zu Unternehmen in anderen Branchen

⁹⁷ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 11

⁹⁸ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 7

⁹⁹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 149

¹⁰⁰ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 6

¹⁰¹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 137

entwickelt sich die Profitabilität von Immobilienunternehmen in der Regel sehr stabil und unterliegt keinen so hohen Schwankungen, da die Mietverträge in der Regel stabile Umsätze versprechen – deutlich enger liegt die Bandbreite, innerhalb derer die Agenturen die Gewinnspannen erwartet und bewertet. Innerhalb des Finanzrisikos ist Profitabilität ein untergeordneter Faktor, seine Gewichtung – auf Basis der bestehenden Methoden – liegt bei rd. 10-20% des vorläufigen Ratingergebnisses.

Profitabilität wird bei allen Agenturen mit der Kennzahl EBITDA-Marge (EBITDA / Umsatz) bewertet. Moody's¹⁰² vergibt die Bestnote bei einer Marge über 75% und die schlechteste Note bei einer Marge unter 20%. Für Fitch¹⁰³ bewegt sich die Bewertung zwischen 80% und 50%. Die Volatilität der EBITDA-Marge wird bei S&P und Moody's ebenfalls berechnet und eingepreist.

S&P merkt an, dass sich die Analyse der Profitabilität am nachhaltigen Umsatz der Gesellschaft orientieren muss und Schwankungen der Marktwerte sowie Verkaufsgewinne aus Immobilientransaktionen nicht in das EBITDA eingerechnet werden. Ziel der Anpassungen ist es, im EBITDA nur nachhaltige Mieterträge und relevante Kosten zu berücksichtigen.¹⁰⁴

Ein weiterer Faktor, der in diesem Bereich bewertet wird ist der Anteil der Umsätze, die aus Joint Ventures generiert werden, da diese von Moody's als weniger transparent und riskanter betrachtet werden. Joint Ventures sind Projekte, die gemeinsam mit einem relativ gleichberechtigten Partner durchgeführt werden, wobei hier immer eine gewisse Abhängigkeit entsteht. Für Moody's ist ein 15%-Anteil am Gesamtumsatz durch diese Vehikel ein akzeptabler Mittelwert.¹⁰⁵

Fitch bewertet weiters noch die Volatilität der Vermögenswerte, die gerade unter IFRS einen bedeutenden Einfluss auf das Ergebnis haben können. Schlussendlich

¹⁰² Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 18

¹⁰³ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 9

¹⁰⁴ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 48

¹⁰⁵ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 16

werden die Kapitalkosten mit den Mietrenditen auf Immobilien verglichen und negativ bewertet, wenn letztere in Relation deutlich ansteigen.¹⁰⁶

4.5.3.4. Verschuldungsgrad

Bei Moody's¹⁰⁷ trägt der Faktor „Verschuldungsgrad und Kapitalstruktur“ mit 30,5% das höchste Gewicht der einzelnen Faktoren in der Scorecard. Für Fitch¹⁰⁸ ist es anders herum: hier zählt Liquidität mehr als der Verschuldungsgrad, wobei die Gefäße kommunizieren: mit höherer Fremdkapitalaufnahme steigen die Zinsen und damit sinkt die Liquidität. Wenn Kapital zur Bedienung von Fremdkapital eher aus dem Verkauf von Immobilien als aus dem operativen Betrieb stammt, spielen Kennzahlen wie „Verschuldungsgrad“ jedoch eine Rolle – dies ist naturgemäß bei weniger liquiden Unternehmen der Fall.

Die dritte Kern-Ratio, die S&P¹⁰⁹ dem Finanzrisiko zugrunde legt, ist der „Schuldenmultiplikator“ (Verbindlichkeiten / EBITDA). Auch Fitch¹¹⁰ und Moody's¹¹¹ verwenden diese Kennzahl in der Analyse. Die Kennzahl wird deswegen gerne verwendet, da sie relativ objektiv und stabil ist. Dieser Multiplikator zeigt an, wie viele Jahre lang EBITDA (rein theoretisch) generiert werden muss, um die aktuellen Schulden zu tilgen. Die Bandbreiten für deren Bewertung liegen in der folgenden Größenordnung:

	S&P	Moody's	Fitch
Beste Bewertung	< 2,5 Jahre	< 3,5 Jahre	< 8,0 Jahre
Schlechteste Bewertung	> 13 Jahre	> 13 Jahre	> 11 Jahre

Tabelle 3: Bandbreite des Schuldenmultiplikator bei den drei Agenturen

Eine verwandte Kennzahl ist der „Verschuldungsgrad“ bzw. „Loan To Value“ (Verbindlichkeiten / Bruttovermögenswerte), der ebenfalls von allen Agenturen

¹⁰⁶ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 7ff

¹⁰⁷ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 14

¹⁰⁸ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology. S. 4

¹⁰⁹ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 64

¹¹⁰ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 10

¹¹¹ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 12

analytisch erhoben wird.¹¹² Moody's bemerkt hierzu, dass ein hoher Verschuldungsgrad die operative Flexibilität reduziert und gegenüber Marktschwankungen verwundbarer macht. Hierbei spielt eine Rolle, wie stabil die Umsätze des Unternehmens sind (Lage, Mieterbonitäten, Dauer der Mietverträge etc.), da höhere Sicherheit auch einen höheren Verschuldungsgrad zulässt.¹¹³ Die Bandbreiten liegen in der folgenden Größenordnung, wobei bei S&P zu Vergleichszwecken die Tabelle für die Bewertung von Unternehmen zu Marktwerten herangezogen wurde (es gibt eine zweite, die für Unternehmen gilt, die nicht auf Marktwertbasis bilanzieren):

	S&P	Moody's	Fitch ¹¹⁴
Beste Bewertung	< 25%	< 15%	< 40%
Schlechteste Bewertung	> 65%	> 90%	> 65%

Tabelle 4: Bandbreite des Verschuldungsgrades bei den drei Agenturen (Basis Marktwerte)

4.6. Übrige ratingrelevante Aspekte

4.6.1. Einflüsse von Konzernunternehmen oder Regierungen

Das vorläufige Ratingergebnis basiert auf der Analyse des konsolidierten Jahresabschlusses und reflektiert damit in der Regel bereits laufende innerbetriebliche Verbindungen zwischen den Konzerngesellschaften. Entsprechend werden im Normalfall keine weiteren Anpassungen hierzu vorgenommen. In Einzelfällen weichen aber für die Kreditwürdigkeit relevante Verbindungen von dem im Rechnungslegungsstandard definierten Konsolidierungskreis ab. Eine Analyse derartiger Sachverhalte wird von Fitch in den folgenden Themenbereichen durchgeführt:¹¹⁵

- Kontrolle und Einflussmöglichkeit (insb. Organidentität, Integration der Finanzierungsaktivität)
- Strategische Relevanz von Konzernunternehmen
- Bewiesene Bereitschaft zur Unterstützung des Konzernunternehmens

¹¹² Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, Nr. 64

¹¹³ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 12

¹¹⁴ Fitch Ratings Ltd. (2015): Ratings Navigator Companion: EMEA Real Estate & Property (Special Report), S. 10

¹¹⁵ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 24

- Wechselseitige Garantien
- Restriktionen auf die Ausschüttung von Dividenden oder Konzerndarlehen inkl. Einfluss von Verpflichtungen aus Kreditverträgen (Covenants) und die Bereitschaft, diese zu erfüllen
- Zivilrechtliche Verkettung von Insolvenztatbeständen zwischen Konzernunternehmen („Cross-Default“-Klauseln)
- Politische Risiken, dass die Ausschüttungen von Unternehmen in anderen Ländern auch für die Muttergesellschaft zur Verfügung stehen

Erwartet die Agentur in gewissen Fällen (Stress-Szenarien) unerwartete Einflussnahmen des Mutterunternehmens auf Dritte (z.B. Garantien eines Eigentümers) oder umgekehrt (z.B. Verstaatlichung), wird dieser Aspekt von S&P¹¹⁶ schlussendlich ebenso berücksichtigt. Der strategische Stellenwert einzelner Unternehmen in der Gruppe für die Muttergesellschaft wird analysiert, ebenso ob sogenannte „isolierte“ Tochterunternehmen vorhanden sind, deren Profil nicht in der Einschätzung des Kreditwürdigkeitsprofils der Gruppe berücksichtigt werden sollte.

4.6.2. Sonstige Einflüsse

Während Moody's seine Ratingmethodik für Immobilienunternehmen relativ strikt innerhalb eines Dokuments erörtert, veröffentlichen Fitch und S&P ergänzend viele Spezialthemen in eigenständigen Berichten. Auf die folgenden Themenbereiche wird im Hauptbericht Bezug genommen, weswegen sie exemplarisch genannt werden:¹¹⁷

- Mögliche Ratingverbesserung bei Vorliegen von Sicherheiten („Recovery Ratings“)
- Anwendungsfälle von Unternehmensratings die besser sind, als die Bonität des Sitzstaates
- Behandlung/Bewertung von hybriden Finanzierungsformen
- Behandlung/Bewertung von betrieblichen Pensionsverpflichtungen
- Mögliche Anpassungen des Marktwertes von Verbindlichkeiten
- Behandlung/Bewertung von Operativen Leasingverträgen
- Rating von Emittenten im Restrukturierungsprozess
- Spezielle Vergabekriterien für ‘CCC+’, ‘CCC’, ‘CCC-‘ und ‘CC’ Ratings

¹¹⁶ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Group Rating Methodology, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1625695 - abgerufen am 22.08.2016, Nr. 49

¹¹⁷ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 1

4.6.3. Letzte Anpassungen zum finalen Ratingergebnis

Moody's stellt fest, dass die bereits beschriebene Ratingmethode mittels „Scorecard“ zwar als Referenz dient, um die Kreditwürdigkeit von Immobilienunternehmen zu bewerten und den Adressaten des Berichts einen Überblick über die ratingentscheidenden Faktoren zu vermitteln, aber die Methode, inklusive den nachgelagerten Anpassungen, keinen abschließenden Katalog für die Bewertung darstellt. Begründet wird dies z.B. damit, dass der Katalog weltweit gilt und Besonderheiten in einzelnen Ländern nicht berücksichtigt werden können.¹¹⁸ Auch Fitch schränkt seine Methode ein und erklärt, „Eventrisiken“, also neue Gesetze, Finanzkrisen, Naturkatastrophen, oder die Übernahme des Unternehmens, aufgrund der hohen möglichen Auswirkung in Verbindung mit deren Unberechenbarkeit, nicht berücksichtigen zu können.¹¹⁹ S&P erlaubt als vorletzten Schritt der Methode eine Anpassung des bis dahin erzielten Ratings um einen Grad dann, wenn der Analyst sich die Gesamtsituation des Unternehmens, statt der einzelnen Bausteine, noch einmal vor Augen führt und der Meinung ist, das Rating verdient eine Anpassung. Zudem dürfen auch an dieser Stelle bis dato nicht behandelte Einzelfaktoren noch Berücksichtigung finden. Als Beispiele führt S&P an, dass eine nur junge Historie des Unternehmens negativ zu werten ist, oder wenn es Eventualverbindlichkeiten gibt, die aufgrund Garantien, Kündigungsklauseln in Finanzierungsverträgen oder aufgrund schwebender Rechtsstreitigkeiten möglicherweise schlagend werden.¹²⁰

Gesamthaft betrachtet, halten sich alle Agenturen die Option offen, begründete Änderungen am bis zuletzt erzielten vorläufigen Ratingergebnis direkt durchzuführen. Wenngleich dies eine unvollkommene Methode suggeriert, ist dem entgegenzuhalten, dass die Übersichtlichkeit stark leiden würde, wenn alle Eventualitäten standardisiert einfließen, wie Moody's auch einleitend bemerkt.

¹¹⁸ Moody's Investors Service, Inc. (2010): Global Rating Methodology for REITs and Other Commercial Property Firms, S. 1

¹¹⁹ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 7

¹²⁰ Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, Nr. 187

5. Kritik an den Ratingmethoden

Im vorigen Kapitel wurde beschrieben, welche Elemente der Kreditwürdigkeit die größten Ratingagenturen selbst als relevant für Unternehmensratings bezeichnen. Nachfolgend werden mögliche weitere Einflussfaktoren auf Unternehmensratings behandelt.

Obwohl Ratingagenturen wichtige Funktionen am Kapitalmarkt erfüllen, werden sie, bzw. ihre Ratings, in vielerlei Form kritisiert. Diese Kritik nimmt in der Regel eine von drei Formen an, wobei auf die letzteren beiden nur der Vollständigkeit halber eingegangen wird, da deren Vorhandensein die Validität der Ratings per se (also die Grundlage dieser Arbeit) nicht unbedingt beeinträchtigt.

5.1. Mangelhafte Objektivität von Ratings

Die für diese Arbeit relevanteste Form der Kritik betrifft die Qualität der Ratings selbst, nicht die Interessen die die Agenturen damit verfolgen. Folgende Themenbereiche haben möglicherweise einen Einfluss auf die Aussagekraft von Unternehmensratings:

5.1.1. Intransparenz in den Bewertungsmethoden

„Der Ratingprozess bei den Agenturen ist mehr oder minder deren Betriebsgeheimnis und daher für Außenstehende eine „Blackbox“. Das Mysterium wird von den Agenturen bewusst gepflegt.“ (Horstmann (2013), S. 102)

Obwohl Agenturen ihre Methoden aufgrund gesetzlicher Anforderungen nachvollziehbar machen müssen, sind nahezu in jedem Analysebereich subjektive Einschätzungen möglich. Hiermit wird ein Rating eben genau das, was es vorgibt zu sein: die „Meinung“ der Agentur, nicht das Ergebnis eines vorab erstellten Rechenmodells. Problematisch daran ist, dass es kaum nachweisbar ist, ob ein Rating objektiv erstellt wurde oder ob Interessen (z.B. jene der Konkurrenz, der Kreditgeber, der Eigentümer) verfolgt wurden.

Nach Meinung des Autors würde eine transparente und eindeutige Aufbereitung der Ratingmethoden der Objektivität von Ratings zugutekommen, würde allerdings auch die Nachvollziehbarkeit wesentlich langwieriger (möglicherweise sogar impraktikabel) gestalten und das Wissen über relevante Faktoren einer zu kleinen Gruppe an Spezialisten überantworten. Es macht Sinn, dass Ratings bis heute teils auf qualitativen Einschätzungen durch erfahrene Analysten beruhen, da sich

längerfristig ohnehin eine „Trefferquote“ der Agentur für die Insolvenzprognose ergibt, an der sie gemessen werden kann. Auch die europäische Aufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) hat dies erkannt und zu diesem Zweck eine zentrale Datenbank (genannt „Central Repository“ oder kurz „CEREP“) erstellt, die laufend mit Daten (u.a. Ausfallsquoten nach Ratingklasse) gepflegt wird.¹²¹

5.1.2. Interessenskonflikte aufgrund Beauftragung durch Emittenten

Aufgrund der unrechtmäßigen Verbreitung von Kopien ihrer Ratingberichte durch Kunden änderten die Agenturen in den siebziger Jahren ihren Bezahlmodus. Bis dato waren die Berichte von Investoren gekauft worden, ab sofort zahlte der Emittent für das Rating.¹²² Diese Umstellung wurde auch von der US-amerikanischen Aufsichtsbehörde SEC (Securities and Exchange Commission) gebilligt – zu einer Zeit, in der President Ford, Nelson Rockefeller und Alan Greenspan durch liberale Wirtschaftspolitik Schlagzeilen machten und Kreditvolumina am Markt rasant anstiegen.¹²³

Problematisch an diesem sogenannten „Issuer Pays“ (Emittent zahlt)-Modell war und ist, dass es die Unabhängigkeit der Stellungnahmen beeinträchtigt. Der Wettbewerb wurde nun insoweit verschärft, als der Auftrag meist an jene Agentur vergeben wird, die das vorteilhafteste Rating (und nicht das realistischste) erteilt.¹²⁴

Die engere soziale und wirtschaftliche Verbindung der Agenturen mit ihren neuen Kunden, den Emittenten, veranlasste sie auch, Beratungsaufträge als neues, lukratives Geschäftsfeld anzubieten. Damit beeinflussen sie allenfalls direkt die von ihnen selbst bewerteten Ratings. Dieser Interessenskonflikt gipfelte in der US-Immobilienkrise von 2007, als unzureichend kreditwürdige Immobilieneigentümer nur deshalb Kredite erhielten, da Teile dieser – nach diversen Schritten der Verbriefung in Abstimmung mit Ratingagenturen – mit Noten bis zu ‚AAA‘ bewertet wurden und damit an Investoren weltweit vermarktet werden konnten.¹²⁵

¹²¹ European Securities and Markets Authority (2016): Statistics - Rating activity, <https://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/ratingActivity.xhtml>
- abgerufen am 22.08.2016

¹²² Rügemer, Werner (2012), S. 86

¹²³ Ders., S. 19

¹²⁴ Ders., S. 112

¹²⁵ Horstmann, Ulrich (2013), S. 210

5.1.3. Prognoseunsicherheiten im Modell

So sehr die Daten im Jahresabschluss stimmen, die Einschätzungen des Managements fundiert sind, die Kontrollmechanismen angemessen sind, so sehr ist der künftige Erfolg des Unternehmens auch von der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung abhängig, die letztlich auch eine Agentur nur mutmaßen kann. Durch finanzmathematische Modelle, die immer auf Daten der Vergangenheit basieren, können nur dann sinnvolle Prognosen erstellt werden, wenn die Daten auch mehrere Wirtschaftszyklen und eine breite Masse an Unternehmen enthalten. Dies war gerade bei den Modellen zur Einschätzung der Immobilienpreise in den USA bis 2007 nicht der Fall, was aufgrund der intransparenten Methoden und der Naivität der Anleger nicht erkannt wurde.¹²⁶

Nicht selten sind es gerade unberechenbare, aber schwerwiegende Wirtschaftskrisen, die Anlegern die größten Verluste bereiten und wundern lassen, welche Aussagekraft das hohe Rating denn dann hatte. Fitch schließt methodisch aus, solchen außerordentlichen Ereignisse vorauszusagen und preist diese nicht ein.¹²⁷ S&P gibt dagegen an, dass jede nächsthöhere Ratingstufe dazu ermächtigt, umso schwerwiegende wirtschaftliche Krisen zu überdauern, welche allerdings jeweils umso unwahrscheinlicher stattfinden.¹²⁸

Aufgrund der landläufigen Meinung, ‚AAA‘-Ratings bescheiden ausgezeichnete Kreditwürdigkeit, herrscht aus Sicht des Autors ein weitreichendes Missverständnis in Verbindung mit Krisen und Erklärungsbedarf: Höchste Ratings sind nicht absolut sicher, sondern eben nur relativ zu anderen Anlagen. Beispielhaft sei auf das Jahr 2008 verwiesen, als 0,43% der von S&P mit ‚AA‘ gerateten Unternehmen nach einem Jahr ausgefallen waren. Bis dahin war man im gesamten ‚Investment Grade‘-Spektrum (‚AAA‘ bis ‚BBB-‘) nicht von einer derart hohen Ausfallsquote ausgegangen.

¹²⁶ Ders., S. 174

¹²⁷ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 7

¹²⁸ Standard & Poor's Financial Services LLC (2009): General Criteria: Understanding Standard & Poor's Rating Definitions, S. 3

Einjährige Ausfallraten weltweiter S&P-Unternehmensratings

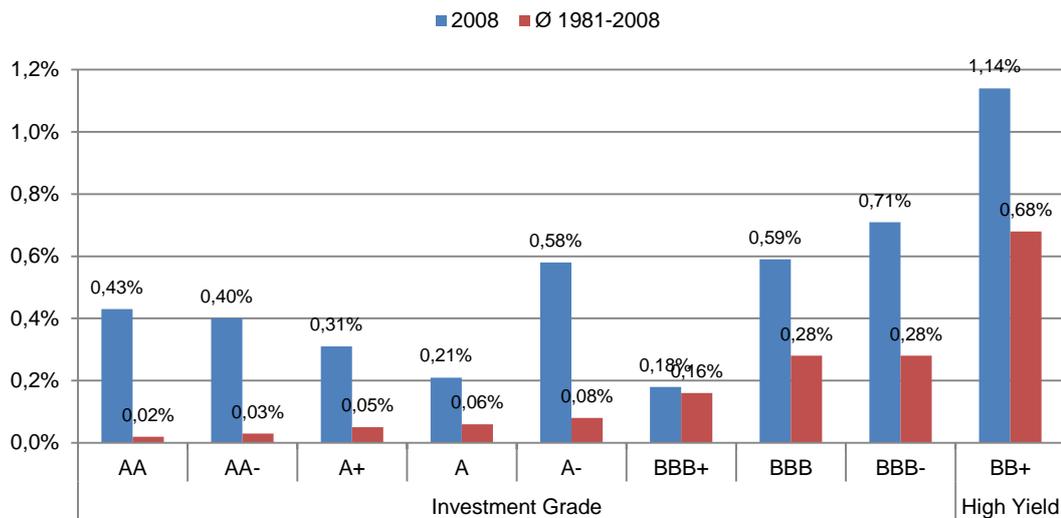


Abbildung 4: Einjährige Ausfallraten, weltweite Unternehmensratings (nach S&P) ¹²⁹

5.1.4. Haftungsausschluss der Agentur

Ratings bilden die „Meinung der Agentur“ ab, wie hoch die künftige Leistungsfähigkeit eines Unternehmens relativ zu anderen Unternehmen sei, finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Die Agenturen berufen sich somit auf ihr Recht auf freie Meinungsäußerung und ihre Kompetenzen in der Kreditrisikoprüfung, die sich nicht umfassend offen legen. Durch die weiche Definition ihres Urteils entziehen sich Ratingagenturen zivilrechtlichen Konsequenzen, die mit unerwarteten Entwicklungen einhergehen, und lassen sich – ob dieser Definition – nicht aufgrund des Ausfalls gut bewerteter Schuldner verklagen.

Die Kritik an dieser Sonderstellung wird verständlicherweise zunehmend lauter, je mehr Anleger negativ betroffen sind. 2013 wurde S&P vom US-Justizministerium auf eine Schadenssumme von USD 5 Mrd. aufgrund der fahrlässigen Ratings von 2007 verklagt – ein Ergebnis ist noch offen. In Deutschland wurde 2013 erstmals festgestellt, dass Ratingagenturen auch im Inland überhaupt angeklagt werden dürfen – auch in Europa mahlen die Mühlen langsam. ¹³⁰

¹²⁹ Ders., S. 8

¹³⁰ Horstmann, Ulrich (2013), S. 155

Ergebnis dieses rechtsfreien Raumes, in dem sich die Ratings bewegen ist ein Spielraum für die Agentur, Ratings konform nach ihren Interessen und nicht nach objektiven Fakten festzulegen. Die Beweislast liegt beim Kläger.

5.2. Hohe Gewinne durch protegierte Marktposition

Der zweite Teil der Kritik befasst sich mit der Dominanz der drei großen Agenturen und der nur sehr langsamen Öffnung des Marktes für mehr Wettbewerb. Wie erwähnt beurteilt dies der Autor als nur indirekt relevant für die Qualität einzelner Ratings.

S&P, Moody's und Fitch haben einen weltweiten Marktanteil von über 95%, bei hohen Gewinnmargen von über 30%.¹³¹ Normalerweise müsste eine solche Branche Wettbewerb anziehen und die Margen senken, was jedoch nur sehr träge passiert. Der Spiegel identifiziert den „Sündenfall“ für dieses Oligopol: in den USA der 1930er Jahre erhielten Banken den gesetzlichen Auftrag, nur hoch bewertete Papiere zu halten – der Staat überließ damit privaten Ratingagenturen de facto Regulierungsaufgaben.¹³² Ab 1975 wurden Agenturen, die in den USA Ratings vergeben möchten, zur zentralen Registrierung verpflichtet. Hierdurch wurde wiederum eine Markteintrittsbarriere geschaffen. Die erreichte starke Marktposition der großen drei Agenturen wurde auch nach Europa übertragen, wo diese bis heute eine ähnliche Dominanz aufweisen. Die EZB akzeptiert im Rahmen ihres aktuell durchgeführten Anleihenkaufprogramms ausschließlich Ratings der großen drei Agenturen sowie von DBRS als Sicherheit. Durch die Vernetzung der Ratingagenturen mit Aufsichtsbehörden und Banken etablierten sich die Markennamen S&P, Moody's und Fitch als wenig in Frage gestellte Gütesiegel.

Möchte man einen Schritt in Richtung Verschwörungstheorie wagen und diesem Ergebnis Absicht unterstellen, würde man bald die Eigentümerstruktur der Agenturen thematisieren: diese sind nämlich im Falle von S&P und Moody's sehr ähnlich – noch dazu alle US-amerikanisch geprägt. Bei entsprechendem Einfluss großer Hedgefonds wie der Capital Group und Blackrock auf Unternehmen (Ratingagenturen), die wesentlichen Einfluss auf bezahlte Zinsen von Emittenten

¹³¹ Ders., S. 63

¹³² Balzli, Beat / Schiessl Michaela / Schulz, Thomas (2009): Trio Infernale. In: Der Spiegel. 47/2009, S. 72

(Kunden der Ratingagenturen) haben, die ebenfalls Beteiligungen dieser Hedgefonds sind, können Interessenskonflikte nicht ausgeschlossen werden.¹³³

Eigentümer	S&P	Moody's
Capital Group	13,2	16,2
Blackrock	4,7	7,0
Vanguard	4,7	5,8
State Street	4,6	4,4
T. Rowe Price	3,5	6,1
Bank of New York	1,2	2,1

Tabelle 5: Eigentümerstruktur S&P und Moody's 2011 (Kapitalanteile in %)

Erst seit einer kritischen öffentlichen Diskussion um die Rolle der Ratingagenturen in der US-Immobilienkrise von 2007 wurde diese bedenkliche Marktdominanz thematisiert. Seitdem wurden Markteintrittsbarrieren sanft in Gesetzgebung und Praxis abgebaut, um den Wettbewerb entsprechend zu fördern. Am Stellenwert der Ratings der drei Agenturen hat sich jedoch bis dato noch wenig geändert und Versuche des Aufbaus einer Europäischen Ratingagentur sind bislang gescheitert.¹³⁴

5.3. Politische Einflussnahme

Dieser Punkt betrifft nahezu ausschließlich das Rating von Staaten und wird somit nur der Vollständigkeit halber erwähnt.

Der Zeitpunkt der Veröffentlichung von Meinungen, Ratingveränderungen bzw. -bestätigungen mag dazu ausgenutzt werden, politischen Druck auszuüben, oder abzuwenden. Beispielhaft kann erwähnt werden, dass die am 18.12.2012 in dieser Höhe unbegründete Hochstufung griechischer Anleihen um sechs Stufen genug Sicherheit bot, dass die EZB diese wieder als Sicherheit akzeptieren durfte und damit Griechenland eine Insolvenz erspart blieb.¹³⁵ Ende 2011 äußerte sich Moody's kritisch zur geplanten Schuldenbremse in Österreich, die ohne einen Sparkurs nicht funktionieren würde und dem Land das ‚Aaa‘-Rating kosten könnte. Werner Rügemer glaubt in diesen Aktionen zu erkennen, wie Agenturen vehement

¹³³ Rügemer, Werner (2012), S. 61

¹³⁴ Ders., S. 172

¹³⁵ Horstmann, Ulrich (2013), S. 114

neoliberale Praktiken der Staaten zum Wohle ihres Klienteles (Kapitalgewinner) erzwingen.¹³⁶

Hierzu ergänzend, werden Ratingagenturen immer wieder als Teil eines korrupten, kapitalistischen Systems verteufelt, das eine Überschuldung von Unternehmen und Staaten, und damit eine Umverteilung zwischen Arm und Reich durch die an Kreditgeber bezahlten Zinsen beschleunigt. Dieser Aspekt der Kritik an Ratingagenturen soll erwähnt bleiben, kann jedoch nicht in angemessener Breite in dieser Arbeit behandelt werden.

¹³⁶ Rügemer, Werner (2012), S. 95

6. Schlussfolgerungen des Autors

Mit dieser Arbeit wurde der Versuch unternommen, die komplexe Natur der Kreditwürdigkeitsprüfung durch Ratingagenturen verständlich aufzubereiten. Die richtige Interpretation eines Ratings setzt eine umfassende Beschäftigung mit den zugrunde liegenden Faktoren voraus. Diese waren viele Jahrzehnte lang nicht einmal öffentlich einsichtig, womit sich Marktteilnehmer eigentlich nahezu blind auf die subjektiven Meinungen der Ratingagenturen verließen.

6.1. Wie aussagekräftig können „Meinungen“ sein?

Die Diskussion, Ratings nachvollziehbarer und die Methoden der Agenturen objektiver zu machen, entbrannte erstmals intensiv, als Ratingagenturen eine „Mittäterschaft“ in der Überhitzung des Marktes für verbrieft Hypothekendarlehen attestiert wurde. Die damals verursachten, breitenwirksamen Vermögensschäden, die in der Immobilienbranche ihren Ausgang nahmen, wirken bis heute nach. Dass Ratingagenturen ihren Ruf nicht verloren haben, aussagekräftige Urteile abgeben zu können, zeigt, dass Ratings ein unverzichtbarer Bestandteil der internationalen Kapitalmärkte geworden sind und die Kreditwürdigkeitsprüfung einen hohen Grad an Spezialisierung braucht, den sich Ratingagenturen über Jahre erarbeitet haben.

Teils freiwillig, aber sicherlich in der Regel aufgrund der gesetzlichen Vorgaben, veröffentlichen die Agenturen heute ihre Methoden, um uns verständlich zu machen, warum ihre Ratings begründet sind und welche Faktoren hierbei analysiert werden. Diese Methodenpapiere sind von unterschiedlichster Komplexität und die Philosophien der Autoren unterscheiden sich deutlich. Beispielsweise wenden sie uneinheitliche Gewichtungsfaktoren und Bandbreiten an und beschreiben Themenbereiche teils umfassend und teils gar nicht. Die Herausforderung, einen sowohl leicht verständlichen, als auch eindeutigen und treffsicheren Analyseansatz zu entwickeln, scheint an einem klassischen Zielkonflikt zwischen „Objektivität“ und „Subjektivität“ zu scheitern.

Objektive, schriftliche und eindeutige Methoden werden umso mehr nachgefragt, je mehr Rechtfertigungsbedarf besteht. Durch Globalisierung und die enge Vernetzung der Marktteilnehmer ist es immer seltener geworden, „unabhängige“ Investoren zu finden, die mit eigenem Geld operieren, und somit unbegründet Entscheidungen treffen können. Ratings helfen, Investitionsentscheidungen z.B. vor dem eigenen Aufsichtsrat zu rechtfertigen. Zusätzlich wird durch Regulierung diverser Branchen

wie Banken, Versicherungen und Investmentfonds, z.B. aus Gründen der Finanzmarktstabilität, Eigeninitiative beschränkt und Grenzen eingezogen. Naturgemäß müssen auch Grenzen objektiv definiert sein, wie die Vorgabe an Investoren, nur jene Instrumente zu zeichnen, die mindestens ein gewisses Rating aufweisen.

Wie in dieser Arbeit zum Ausdruck gebracht wurde, beruhen Unternehmensratings aber nicht auf vollends objektivierbaren Prozessen, sondern auf einer Kombination von objektiven Daten (Historie) und Expertenmeinungen (Zukunft). Die Prognose hat hierbei einen wesentlich höheren Stellenwert. Ratings sind also immer zum Teil subjektiv und dadurch eigentlich intransparent – ein sehr ernst zu nehmender Mangel. Doch es gibt keine einfache Alternative: durchwegs objektive Ratings wären vergangenheitsorientiert und damit eigentlich unbrauchbar. Noch dazu würde aufgrund des extremen Detaillierungsgrades der Methodik ebenfalls Intransparenz entstehen.

6.2. Wie kann die Qualität von Ratings überprüft werden?

Wie wir gesehen haben, und wie die Agenturen teilweise selbst zugeben¹³⁷, sind Ratings in mehreren Aspekten unvollkommen, sie erfüllen aber dennoch wichtige Aufgaben am Markt. Sie ergänzen Kapitalanlageentscheidungen von Investoren, indem sie eine Drittmeinung über wesentliche Kreditrisikotreiber abgeben. Für den schnellen Leser fassen sie eine Indikation über das relative Kreditrisiko in einer Kombination an Buchstaben zusammen und erleichtern damit die Vergleichbarkeit.

Da die relative Ausfallswahrscheinlichkeit nur gesamthaft und durch Anwendung statistischer Methoden über längere Zeiträume beziffert werden kann, lässt sich die Qualität eines einzelnen Ratings (mangels Ausfall) nur sehr schwer überprüfen. Eher noch bestätigen die empirischen Ausfallraten pro Ratingklasse die Qualität ganzer Agenturen. Im eigenen Interesse müssten Agenturen also, um nachweislich „treffsicher“ und damit anerkannt zu bleiben, Störfaktoren wie Interessenskonflikte reduzieren. Aufgrund des konsolidierten Marktes gibt es jedoch leider wehr wenig Konkurrenzdruck, der die Anerkennung der großen Agenturen gefährden kann. Aufstrebende kleinere Agenturen, die diesen Druck erzeugen können, müssen wiederum erst durch ausreichend lange Zeit am Markt ihre Prognosen bestätigen und damit Akzeptanz erzeugen – offenbar ein schwieriges Unterfangen.

¹³⁷ Fitch Ratings Ltd. (2013): Corporate Rating Methodology, S. 7

Während ein Rating, wie dargestellt, durch subjektive Expertenmeinungen erst aussagekräftig wird, sollte die Grenze zu fahrlässiger Beurteilung klar durch Mindeststandards abgesteckt werden. Diese gibt es allerdings noch nicht. Die Aufsichtsbehörde ESMA arbeitet aktuell an „Good Practices“, um angemessene und agenturübergreifende Methoden zu fördern, die auch quantitativ validiert werden können.¹³⁸ Aus Sicht des Autors wäre ein Erfolg in diesem Bereich der erste Schritt, um Ratings sukzessive von „Meinungsäußerungen“ zu „Gutachten“ zu entwickeln und um die Agenturen im Falle eines fehlerhaften Testats zur Verantwortung ziehen zu können. So wie Banken, sollten Ratingagenturen auch wirtschaftliche Konsequenzen fahrlässiger Bonitätseinschätzungen befürchten müssen.

Die Qualität von externen Ratings kann auch durch Vergleich mit alternativen Bonitätseinschätzungen überprüft werden. Mögliche Wege werden nachfolgend beschrieben.

6.3. Welche Alternativen gibt es zu Ratings?

Die seit einem knappen Jahrhundert fest verankerte Rolle von Ratings am Kapitalmarkt beruht auch auf politischer Rückendeckung: Bereits 1930 empfahl die amerikanische Aufsichtsbehörde Banken offiziell, nur jene Wertpapiere in ihr Portfolio aufzunehmen, die ein entsprechendes externes Rating auswiesen.¹³⁹ 2007 kopierte die Europäische Zentralbank (EZB) die US-amerikanische Bestimmung, dass für die Refinanzierung durch Geschäftsbanken nur Staatsanleihen mit einem Mindestrating durch S&P, Moody's, Fitch oder DBRS als Sicherheit dienen dürfen.¹⁴⁰ Dieses regulatorische Abhängigkeitsverhältnis wurde mit einer Änderung der EU-Verordnung 1060/2009 über Ratingagenturen im Jahr 2013 deutlich entschärft, nachdem bereits 2010 in den USA erste diesbezügliche Schritte unternommen wurden. Europäische Investoren müssen nun *„eigene Kreditrisikobewertungen vornehmen und dürfen sich bei der Bewertung der Bonität eines Unternehmens oder eines Finanzinstruments nicht ausschließlich oder automatisch auf Ratings stützen.“* (Verordnung Nr. 462/2013 des EU-Parlamentes und des Rates 2013: Artikel 5a) Im EU-Aufsichtsrecht für Banken („Basel III“) wird nun alternativ auf verschiedene Kennzahlen, z.B. auf Eigenkapitalquote und

¹³⁸ European Securities and Markets Authority (2015): ESMA's supervision of credit rating agencies and trade repositories, https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2016-234_esma_2015_annual_report_on_supervision_and_2016_work_plan.pdf?download=1 - abgerufen am 22.08.2016, S. 21

¹³⁹ Horstmann, Ulrich (2013), S. 44

¹⁴⁰ Rügemer, Werner (2012), S. 35

Schuldendienstdeckungsgrad abgestellt.¹⁴¹ Aus Sicht des Autors ist dies zwar gut gemeint, aber ein untauglicher Kompromiss, da die stichtagsbezogene Betrachtung einzelner bonitätsbestimmender Aspekte die Vorteile einer tiefgreifenden und prospektiven Ratinganalyse sicherlich nicht aufwiegen kann.

Besser tauglich scheinen die in Basel III wie auch Solvency II (für Versicherungsunternehmen) enthaltenen Anreize für Anwender zu sein, die Kreditwürdigkeitsprüfung mit Hilfe selbst entwickelter und bei der Aufsichtsbehörde zertifizierter Modelle durchzuführen. Banken, Versicherungsunternehmen und große Kapitalanlagegesellschaften führen hierbei eine den Ratingagenturen vergleichbare Bewertung mit Kooperation des Kreditnehmers durch. Diese Methode ist sehr zu begrüßen, da interne Modelle für einzelne Unternehmen Wettbewerbsvorteile darstellen und deren unterschiedliche Architektur im Markt systemische Risiken begrenzen kann.¹⁴²

Während „selbst analysieren“ also immer noch die qualitativ beste Alternative zur Einholung externer Ratings scheint, ist es auch wesentlich umständlicher. Der Zertifizierungsprozess eines internen Modells und dessen laufende Fortschreibung und Anwendung ist ein enormer Kostenfaktor, den sich nur größere Unternehmen leisten können. Auch für den Emittenten verursachen separat durchgeführte Kreditwürdigkeitsprüfungen jedes einzelnen Investors hohen Mehraufwand – ein einmaliger Prozess mit der Ratingagentur reduziert somit auch die Schnittstellen und spart Zeit.

Kleinere Investoren können nicht mit individueller Kooperation des Schuldners rechnen. Beim Kauf einzelner Wertpapiere ohne Rating ist man auf die veröffentlichten Informationen angewiesen. Allen Methoden der Bonitätsbewertung, die auf öffentlichen Informationen beruhen ist gemein, dass meist wenig Möglichkeit besteht, das Unternehmen selbst zu fragen. Überdies werden publizierte Zahlen gerne im bestmöglichen Licht dargestellt, wobei die darauf aufbauende Analyse zu optimistisch ausfallen kann.

Zur Bestimmung des Kreditrisikos auf Basis öffentlicher Informationen können z.B. die Preise von Credit Default Swaps verwendet werden. Diese an der Börse handelbaren Instrumente gewähren eine Ausgleichszahlung bei Insolvenz eines

¹⁴¹ Ders., S. 36

¹⁴² Europäische Kommission (2015): Study on the Feasibility of Alternatives to Credit Ratings, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/151201-study_de.pdf - abgerufen am 22.08.2016, S. 42

Referenzschuldners. Steigt das im Markt wahrgenommene Risiko, steigen die Spannen (im Jargon „Spreads“) und bieten eine quantitative Basis zur Bestimmung der aktuellen Kreditwürdigkeit, da die Preise öffentlich ersichtlich sind. Diese Methode ist relativ einfach und effektiv, hat aber auch massive Nachteile: Das wahrgenommene Risiko hat mit dem tatsächlichen Risiko nicht unbedingt zu tun, da sich viele Marktteilnehmer ebenfalls auf die öffentlichen Informationen verlassen. Zudem werden diese Swaps wiederum nur für eine relativ kleine Anzahl an Unternehmen nachgefragt und angeboten.

Gläubigerschutzverbände bieten ebenfalls Kreditauskünfte gegen Bezahlung an. Diese privaten Dienstleister sammeln einschlägige Informationen, die zwar wiederum oft aus externen Quellen stammen, jedoch analytisch reflektiert und aufbereitet werden. Die Daten kommen u.a. aus Firmenbuch, Grundbuch, Presse und sonstigen verfügbaren Publikationen sowie auch aus internen Quellen wie Bank- und Selbstauskünften. In Österreich wertet beispielsweise der KSV1870 die Daten im Rahmen eines Bonitätsindikators aus, der zwischen 100 (kein Risiko) und 700 (Insolvenz) liegt.¹⁴³ Der u.a. in Deutschland tätige Verband Creditreform ist selbst auch als Ratingagentur tätig. Die kostenpflichtigen Analysen dieser Verbände sind sicherlich brauchbar, deren Aussagekraft ist jedoch direkt von Qualität und Anzahl der zugrunde liegenden Quellen abhängig.

Eine sehr liberale, dem Zeitgeist entsprechende Möglichkeit der externen Bonitätsbeurteilung ist seit 2011 am Markt: Wikiratings. Basierend auf dem Erfolg von Wikipedia und den Erfahrungen aus anderen OpenSource-Projekten werden nicht registrierte User eingeladen, Staaten, Unternehmen und Finanzinstrumenten die üblichen Ratingnoten (AAA bis D) zu erteilen.¹⁴⁴ Während der Ansatz für die Aggregation von Wissen offenbar funktioniert, scheint sich das Modell für die Bonitätsprüfung aber noch nicht durchgesetzt zu haben – zu intransparent ist die Herleitung der Ratingaussagen und zu gering das Vertrauen der Anleger in die Kompetenzen des „Kollektivs“.

¹⁴³ KSV1870 Information GmbH (2016): Folder KSV1870 Information GmbH - Mehr Aktualität, mehr Wissen, <https://www.ksv.at/sites/default/files/assets/documents/101ksv1870informationgmbh.pdf> - abgerufen am 22.08.2016, S. 10

¹⁴⁴ Rügemer, Werner (2012), S. 180

6.4. Welche Rolle sollten Ratings einnehmen?

Wie dargestellt, sind die Vorteile eines externen Ratings für Investoren und Emittenten nicht von der Hand zu weisen. Eine von Experten in Kooperation mit dem Schuldner durchgeführte, vorausschauende Analyse anhand der dargestellten Methodik bietet eine gute Balance zwischen Aussagekraft und Aufwand. Dies gilt zumindest vorbehaltlich der erwähnten Defizite. Wer ein externes Rating zur Bewertung von Risiken verwendet, muss dessen Aussagekraft also richtig einordnen können.

Grundsätzlich ist es zu begrüßen, wenn Ratings als Teil des Kapitalanlageprozesses abgefragt werden. Immerhin sind Ratingagenturen Spezialisten in der Bewertung des Kreditrisikos. Das Rating ist jedoch für alle Adressaten dasselbe und entspricht nicht unbedingt dem, was der Investor mit einer eigenständigen Analyse errechnen hätte. Die Vereinfachung in einer Buchstabenkombination verschleiert diese Tatsache. Unterstellt das Rating eine wirtschaftliche Entwicklung, die der Investor nicht teilt, muss er dies erkennen und berücksichtigen können. Um ihm diese Möglichkeit zu bieten, werden neben der Ratingnote auch längere Ratingberichte erstellt, in denen die Annahmen nachvollziehbar dargelegt werden.

Als eine von vielen Entscheidungshilfen, können Ratings einen wesentlichen Beitrag im Investmentprozess leisten. Jedoch sollten Investment Manager, Vorstände und Geschäftsführer, möglicherweise auch Aufsichtsräte, die die Analyse unterstützenden Annahmen unbedingt plausibilisieren. Wer Ratings verwendet, muss sich auch mit den zugrunde liegenden Annahmen und Methoden beschäftigen, die in dieser Arbeit beschrieben wurden.

Durch die weiterhin sehr hohe Akzeptanz und den „Convenience-Faktor“ externer Ratings gilt es, ein Gefühl dafür zu entwickeln, wie groß die Bewertungsspielräume sind und welche Interessen verfolgt werden. Eine gesunde Skepsis sei im Umgang mit Ratings immer nahe gelegt. Die Verantwortung für Investmententscheidungen verbleibt immer bei den zuständigen Organen und wesentliche Analysen sollten auch nicht leichtfertig extern vergeben werden.

Literaturverzeichnis

Balzli, Beat / Schiessl Michaela / Schulz, Thomas (2009): Trio Infernale. In: Der Spiegel. 47/2009, S. 72

Börse Stuttgart (2016): Ratings, <https://www.boerse-stuttgart.de/de/boersenportal/segmente-und-initiativen/bondm/ratings> - abgerufen am 22.08.2016

Europäische Kommission (2016): Rating-Agenturen, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_de.htm - abgerufen am 22.08.2016

Europäische Kommission (2015): Study on the Feasibility of Alternatives to Credit Ratings, http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/151201-study_de.pdf - abgerufen am 22.08.2016

Europäisches Parlament und Rat (2006): Mitteilung 2006/C 59/02 der Kommission über Rating-Agenturen, Amtsblatt der Europäischen Union

Europäisches Parlament und Rat (2009): Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, Amtsblatt der Europäischen Union

Europäisches Parlament und Rat (2013): Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, Amtsblatt der Europäischen Union

European Securities and Markets Authority (2016): Statistics - Rating activity, <https://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/statistics/ratingActivity.xhtml> - abgerufen am 22.08.2016"

European Securities and Markets Authority (2015): Competition and choice in the credit rating industry, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1879_esma_cra_market_share_calculation.pdf - abgerufen am 22.08.2016

European Securities and Markets Authority (2015): ESMA's supervision of credit rating agencies and trade repositories, https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2016-

Moody's Investors Service, Inc. (2015): Rating Symbols and Definitions, https://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004 - abgerufen am 22.08.2016

Moody's Investors Service, Inc. (2015): Financial Statement Adjustments in the Analysis of Non-Financial Corporations, https://www.moody's.com/research/Financial-Statement-Adjustments-in-the-Analysis-of-Non-Financial-Corporations--PBC_186828 - abgerufen am 22.08.2016

Rügemer, Werner (2012): Rating-Agenturen: Einblicke in die Kapitalmacht der Gegenwart, transcript, Bielefeld

Standard & Poor's Financial Services LLC (2009): General Criteria: Understanding Standard & Poor's Rating Definitions, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/5435305 - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2012): General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1556770 - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1390170 - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, https://www.standardandpoors.com/en_EU/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1370252 - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Methodology: Industry Risk, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1604122 - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Real Estate Industry, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1359431 - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments,

http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1476788 - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2016): Standard & Poor's Ratings Definitions, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352 - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): Standard & Poor's Publishes Finalized Country Risk Assessments For 103 Countries, <http://maalot.co.il/publications/MT20141120110914d.pdf> - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2014): Banking Industry Country Risk Assessment Update: November 2014, www.standardandpoors.com/ratingsdirect - abgerufen am 22.08.2016

Standard & Poor's Financial Services LLC (2013): General Criteria: Group Rating Methodology, http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/1625695 - abgerufen am 22.08.2016

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bedeutung
AG	Aktiengesellschaft
Anm.	Anmerkung
BICRA	Banking Industry and Country Risk Assessment
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CICRA	Corporate Industry and Country Risk Assessment
Ders.	Derselbe
EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation
EG	Europäische Gemeinschaft
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
FFO	Funds Flow from Operations
Fitch	Fitch Ratings
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
IFRS	International Financial Reporting Standards
insb.	insbesondere
ISIN	International Securities Identification Number
lt.	laut
Moody's	Moody's Investors Service
NOI	Net Operating Income
Nr.	Nummer
rd.	rund
REIT	Real Estate Investment Trust
REOC	Real Estate Operating Company
S&P	Standard & Poor's Financial Services LLC
S.	Seite
SE	Societas Europaea
sog.	sogenannt
u.a.	unter anderem
USA	United States of America
USD	US-Dollar
z.B.	zum Beispiel

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: In der EU registrierte Ratingagenturen und deren Marktanteile	9
Tabelle 2: Moody's-„Scorecard“ und Gewichtung der Ratingfaktoren.....	17
Tabelle 3: Bandbreite des Schuldenmultiplikator bei den drei Agenturen	42
Tabelle 4: Bandbreite des Verschuldungsgrades bei den drei Agenturen (Basis Marktwerte).....	43
Tabelle 5: Eigentümerstruktur S&P und Moody's 2011 (Kapitalanteile in %).....	51

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ratingskalen der größten Agenturen im Vergleich	7
Abbildung 2: Überblick der methodischen Bearbeitung (eigene Darstellung)	14
Abbildung 3: Ratingprozess bei S&P	15
Abbildung 4: Einjährige Ausfallraten, weltweite Unternehmensratings (nach S&P) .	49

Anhangverzeichnis

Anhang A: Zusammenfassung der genannten Ratingfaktoren von S&P, Moody's und Fitch

Anhang A: Zusammenfassung der genannten Ratingfaktoren von S&P, Moody's und Fitch

Nachfolgend wird dargelegt, wie die Struktur des Kapitels 4 dieser Arbeit von den veröffentlichten Methodenpapieren der Agenturen abgeleitet wurde. Hierbei wurden zuerst die in den Methodenpapieren genannten Faktoren stichwortartig festgehalten (Spalten ("S&P" bis "Fitch"), dann thematisch ähnliche Bereiche farblich markiert und schlussendlich eine zusammenfassende Darstellung ("Zusammenfassung") für diese Arbeit gewählt und mit deutschen Bezeichnungen versehen. Hierbei wurde natürlich darauf geachtet, möglichst nahe am Original zu bleiben. Ohne eine solche Vereinheitlichung der Kapitel wäre eine sinnvolle Strukturierung der Arbeit nicht möglich gewesen.

S&P	Moody's	Fitch	Zusammenfassung
Country Risk	External Operating Environment	Operating Environment	Länderrisiko
Economic Risk	Economic Environment	Economic environment	Wirtschaftliches Umfeld
Income levels	GDP	Stage of economic development	Qualität und Offenheit der Finanzmärkte
Growth prospects	Job growth	Growth expectations	Politisches Risiko
Economic diversity	Inflation	Stability/volatility of economy	
Volatility	Interest Rates	Financial Access	
Monetary Risk	Health of capital markets	Strength of local financial system	
Imbalances	(General)	Access to local funding	
Institutional and Governance Effectiveness	Availability of credit	Track record of sustainably accessing capital	
Effectiveness, stability and predictability of policy	Tax policy	Systemic Governance	
Transparency and accountability of institutions	Regulation	Rule of law	
Sovereign debt payment culture	Foreign exchange risks	Government effectiveness	
External security risk	Political risks	Control of corruption	
Financial System Risk		Ease of doing business	
Relative strength of banking system		Political stability	
Relative depth of capital markets		Voice & accountability	
Private-sector debt in % GDP			
Tenor of long-term debt issuance			
Payment culture / rule of law			
Rule of law indicators			
Control of corruption			
Contract enforcement			
Risk of expropriation/nationalization			
Adjustments for diversification			
Industry Risk	Property market fundamentals	Sector Risk Profile	Sektorenrisiko
Cyclical	Market vacancies	Stability of income profile	Unternehmensspezifische Faktoren
Cyclical of industry revenues	Rental rates	Valuation volatility	Immobilienwirtschaftliche Faktoren
Cyclical of industry profitability	Concessions	Level of interest rates	
Competitive Risk & Growth	Occupancy costs	Supply/Demand dynamics	
Effectiveness of barriers to entry	Supply/demand conditions	Asset allocations	
Level & trend of industry profit margins	Development pipeline	Refinancing risks and liquidity	
Risk of secular change / substitution	Rate of new supply deliveries	Industry growth/consolidation	
Growth trends	Absorption	Level of competition	
	Tenant/industry concentrations	Need for external funding	
		Cyclical/volatility	
Competitive Position	Market position and asset quality	Business profile (3/5)	Wettbewerbsposition und Portfolio
Competitive advantage	Franchise/brand name	Management and corporate governance	Qualität der Immobilien
Asset Profile	Managing economic trends	Management strategy	Größe und Position des Unternehmens
Asset quality	Landlord of choice	Governance structure	Risikodiversifikation/Portfoliostruktur
Location quality	Getting first and last look on deals	Group structure	
Property age, status of renovation	Perception	Financial transparency	Management
Tenure under own management	Company Size	Property portfolio	Qualität des Managements
Size and desirability of assets	Economic role of development	Portfolio liquidity and ability to leverage assets	Unternehmensorganisation
Exposure to development risk	Gross book value of assets	Investment granularity	
Product quality, unique attributes	Diversity	Geographic strategy	
Market position	Lease structures	Asset quality	
Market share and standing	Asset types	Development exposure	
Overall size and ranking	Geographic markets	Rental income risk	
Pricing power	Development pipeline	Occupancy	
Occupancy	Growth strategy	Lease duration and income volatility	
WALT (by income)	Pipeline quality	Lease expiry schedule	
Differentiation/positioning	Pipeline size	Lease renewal percentages / rollover rates	
Brand reputation/marketing	Point in market cycle	Tenant concentration and tenant credit	
Barriers to entry, switching costs	Asset quality		
Technological advantage	Occupancy rate		
Business strategy	Lease expirations		
Track record	Market rents		
Experience	Regulatory trends		
Ability to time disposals	Physical condition of properties		
Quality of asset base	Location dynamics		
Ability to attract tenants	Tenant / operating mix		
Market share and standing	Supply prospects		
Limitation of development	Barriers to competition		
Clear growth strategy			

S&P	Moody's	Fitch	Zusammenfassung
Scale, Scope and Diversity	Internal operating environment		
Scale	Company track record		
Absolute size of portfolio	Ownership/corporate structure		
Number of assets	Degree of inside ownership		
Total market value	Degree of integration		
Scope and diversity	Incentive structure		
Geographic footprint	Depth of organisation		
Property type mix	Operating skills		
Tenant mix	Technological development		
Exposure to major tenants/ assets	Quality depth and relevance of reporting		
Credit quality of key tenants	Succession planning		
Range of property returns	Composition, quality and independence of board members		
Scheduled lease rollovers	Management vision and risk appetite		
Lease maturities	Nature and success of growth plans		
Occupancy levels / rates	Internal controls		
Operating efficiency	Size and mix of pipeline		
Cost structures	Past results on projects (time/budget)		
Working capital management	Management track record		
Business processes	Investments outside home market		
Technology			
Profitability			
Level of Profitability			
Volatility of Profitability			
Management and Governance			
Strategic positioning			
Strategic planning process			
Consistency of strategy with capabilities			
Ability to track, adjust and control execution of strategy			
Risk management/Financial management			
Risk management standards & tolerances			
Financial standards			
Standards for operational performance			
Organisational effectiveness			
Operational effectiveness			
Expertise and experience			
Depth and breath of key personnel			
Governance			
Board effectiveness			
Entrepreneurial or controlling ownership			
Management culture			
Regulatory infractions			
Communication of messages			
Internal controls			
Financial reporting and transparency			
Financial Policy			
Ownership by financial sponsor			
Financial discipline			
Leverage tolerance			
Likelihood of event risk			
Financial policy framework			
Comprehensiveness of financial policies			
Transparency of financial policies			
Sustainability of financial policies			
Financial Risk Analysis	Liquidity and Funding	Financial profile	Finanzrisiko
Cash flow/leverage analysis	Liquidity Coverage	Cash flow and earnings	Liquidität
Debt/EBITDA (x)	Debt Maturities	Profitability	Profitabilität
EBITDA/interest (x)	FFO Payout	Funds from Operations Dividend Cover	Verschuldungsgrad
Fixed-charge coverage (x)	Amount of Unencumbered Assets	Asset Class Volatility	
		Recurring Operating EBITDA Margin	
	Leverage and Capital Structure		
FFO/debt (%)	Debt + Preferred/Gross Assets	Capital structure	
Debt/debt + equity (%)	Net Debt/EBITDA	Financial Structure	
	Secured Debt/Gross Assets	Managing Balance Sheet Through the Cycle	
Capital Structure	Access to Capital	Loan-to-Value (LTV)	
Currency risk of debt	Cash Flow and Earnings	Unencumbered Asset Cover	
Debt maturity profile	EBITDA/Revenues	Net Debt to Recurring Operating EBITDA	
Interest rate risk of debt	EBITDA Margin Volatility	Financial flexibility	
Investments	Fixed Charge Coverage	Financial discipline	
	JV/Fund Business % Revenues	Liquidity coverage (x)	
		Recurring income EBITDA interest cover (x)	
		FX exposure	
		Business Profile (2/5)	
		Asset-Liability matching	
		Average debt maturity profile	
		Matching of lease and interest rate risk	
		Laddered debt maturity profile	
		Fixed/floating interest rate liability profile	
		Access to capital	
		Sources of capital	
		Unencumbered asset pool	
		Cost of funding / capitalisation rates	