



Analyse und Rating – Hinterfragt

Die vom Gesetzgeber geforderte Plausibilitätsprüfung und die Verpflichtung zur anlegergerechten und anlagegerechten Beratung durch den Finanzanlagenvermittler setzt diese gesetzliche Hürde für den einzelnen Vermittler objektiv betrachtet enorm hoch. Kaum ein einzelner Vermittler wird bei der Vielzahl der grundverschiedenen Angebote solche Prüfungen in Eigenarbeit durchführen können. Die Rolle der Analyse- und Ratinghäuser steigt. finanzwelt stellt in loser Folge die wichtigsten vor.

Die zunehmende Regulierungsdichte stellt steigende Anforderungen an den Finanzanlagenvermittler, zudem macht die wachsende Zahl aggressiver „Anlegerschutz“-Anwälte den Berufsstand sorgenvoll. Eine der dem Finanzanlagenvermittler zugeschriebenen Pflichten ist die Plausibilitätsprüfung, deren Erbringung bestenfalls schriftlich und detailliert dokumentiert werden sollte. Auf diese Weise ist der Finanzanlagenvermittler im schlimmsten denkbaren Fall, der Klage wegen Falschberatung, zumindest an dieser Front hinreichend geschützt. Grundlage für die Plausibilitätsprüfung ist primär der Prospekt, und doch ist es kaum einem Vermittler möglich, die Gesamtzahl der vorliegenden Angebote selber im stillen Kämmerlein so zu analysieren und zu bewerten, wie es korrekt und ausreichend sein würde. Dies ist nicht nur eine Vollzeitbeschäftigung, meist fehlt es auch an den notwendigen Fertigkeiten.

Seriöse Analyse- und Ratinghäuser können hier wertvolle Leistungen bieten.

Diese Leistungen können dem Vermittler diese Aufgabe abnehmen und ihn so entlasten. Wesentlich ist daher aber die Qualität der Arbeit solcher Häuser.

finanzwelt wird für Sie in folgende Ausgaben die wichtigsten Analyse- und Ratinghäuser detailliert zu deren Arbeitsweise befragen – damit Sie sich aus erster Hand ein Bild von deren Qualität machen können. (cs)



Zielgruppe für AIF-Ratings bzw. Analysen

Ein FERI Rating nutzt allen Beteiligten: dem Anleger, dem Vertrieb und der Kapitalverwaltungsgesellschaft/dem Initiator. Als Einschätzung eines unabhängigen Dritten dient es bei Kauf und Verkauf bzw. Investition/Desinvestition als Entscheidungshilfe sowie einer Überwachung während der „Betriebsphase“. Der objektive methodische Ansatz durch den präzise definierten Kriterienkatalog bietet zudem Vergleichsmöglichkeiten assetübergreifend bei der Produktselektion.

Die Begriffe „Rating“ und „Analyse“ werden oftmals synonym gebraucht. Was ist aus Sicht von FERI der Inhalt und das Ergebnis einer Analyse und was wäre als Rating zu bezeichnen? Ist ein Rating ohne eine vorhergehende Analyse zielführend?

Kubatzki » „Die Analyse ist eine systematische Untersuchung, das Rating eine Bewertung. Die Analyse ist zwingende Voraussetzung für das Rating. Die Analyse muss umfassend/vollumfänglich sein und sollte alle Aspekte des Investitionsgegenstandes untersuchen. Das darauf aufsetzende Rating bietet dann die methodische Grundlage für die absolute und/oder relative Einschätzung des Investitionsgegenstandes. Dabei gilt jedoch, dass die Methodik des Ratings vor Beginn der Analyse feststehen muss und nicht durch die Analyse bestimmt wird.“

Bitte beschreiben Sie Ihre Analyse- und Bewertungsmethodik.

Kubatzki » „Die von FERI entwickelten Ratingverfahren liefern eine in die Zukunft gerichtete Bewertung. Grundlage der verschiedenen Ratings sind konsistente Prognosen für alle relevanten Märkte und Branchen. Das FERI Rating stellt eine Bewertung der Qualität eines Fonds aus der Sicht eines Investors dar. Hierbei wird geprüft, ob der Fonds geeignet ist, seine prospektierte Rendite zu erzielen, und welche Risiken damit verbunden sind. Die Bewertung erfolgt mit Hilfe eines umfangreichen, präzise definierten Kriterienkatalogs, der sowohl absolute als auch relative Prüfkriterien beinhaltet, die zum Teil durch branchenspezifische Ausprägungen gekennzeichnet sind. Dabei gewährleistet unsere Ratingmethodik, dass emotionale bzw. persönliche Einflussnahme des Analysten durch systematische Kriterien- und Fragenkataloge fast vollständig ausgeschlossen wird. Durch Verdichtung der einzelnen Kriterien wird eine Punktzahl ermittelt, die einer von 10 Bewertungsklassen von AAA bis E- zugeordnet wird.“

Welche Faktoren fließen in die Analyse ein und welche Bedeutung haben diese?

Kubatzki » Das Grundmodell des FERI Ratings für geschlossene Investmentvermögen basiert auf der Bewertung von Asset, Fondskonstruktion, Performance und Projektpartner, wie im Folgenden dargestellt:

FERI Ratingkonzept
Asset
Attraktivität
Risiko
Projektpartner
Kapitalverwaltungsgesellschaft
Assetmanager
Verwahrstelle
Bewerter
Bonität Vertragspartner
Verflechtungen Vertragspartner
Fondskonstruktion
Struktur
Investitionssicherheit
Vertragswerk
Währungsrisiko
Qualität der Steuerkonstruktion
Exit
Performance
Finanz- und Investitionsplan
Bewirtschaftung
Verkauf

Jede der zuvor aufgeführten übergeordneten Ratingkomponenten ist durch einen umfangreichen, präzise definierten Kriterienkatalog unterlegt. Bestandteil jedes Ratings ist zudem die Durchführung von Interviews mit der Geschäftsführung und den wesentlichen Mitarbeitern bzw. Verantwortlichen.“

Wie analysieren Sie die wirtschaftliche Tragfähigkeit eines AIFs?

Kubatzki » „Nach Analyse des oder der Assets erfolgt durch ein Discounted Cashflow Verfahren die Ermittlung des sogenannten Fair Values des Assets. Dabei fließen sowohl ver-

tragliche Gegebenheiten als auch die Marktsituation und die Prognosen unserer Experten ein.“

Wie erkennen Sie die für die Analyse wesentlichen Risikotreiber und wie werden diese eingewertet?

Kubatzki »Das zu bewertende Asset wird in seine Einzelkomponenten zerlegt. Unter Hinzuziehung des für die jeweilige Einzelkomponente zuständigen hausinternen Experten werden Prognosen erstellt, welche die einzelnen Komponenten (z. B. Einnahmen, Kosten, Inflation, Währungen und Zinsen) eines Investments verdichten. Ergänzend werden Belastungsszenarien entwickelt und es können Aussagen über die Chancen und Risiken nicht nur im Standardszenario, sondern auch in Sondersituationen (Stresstests) getroffen werden.“

Sie analysieren und raten AIFs aus verschiedensten Assetklassen. Wie beschaffen Sie die jeweils dazugehörige fachliche Kompetenz?

Kubatzki »Das umfassende Research der FERI zur globalen Wirtschaftsentwicklung, der internationalen Branchen und der Anlagemärkte liefert eine hinreichende Grundlage, die Einflussfaktoren der einzelnen Assetklassen zu bestimmen, zu analysieren und hieraus Potenzial- und Risikofaktoren für das Rating zu ermitteln.“

Sind Ihre Analysen für die dem Finanzanlagenvermittler vorgeschriebene Plausibilitätsprüfung zu verwenden und wenn ja, warum?

Kubatzki »Die Plausibilisierung ist eine übersichtsmäßige Prüfung, ob dargestellte Werte einleuchtend und nachvollziehbar sind. Das Rating geht – wie beschrieben – weit darüber hinaus. Regulatorisch wird der Vertrieb mit dem FERI Rating in die Lage versetzt, die von ihm durchzuführende Plausibilitätsprüfung ohne größere Mühen durchzuführen.“

Welche Risikoeinstufungen nutzen Sie und was beinhalten die einzelnen Risikostufen?

Kubatzki »Im Rahmen des Ratings werden alle Aspekte des Investitionsgegenstandes zerlegt und absolut sowie relativ bewertet. Als Risikoeinstufung dienen bei uns die Ratingnoten. Jeder Ratingindikator wird einzeln auf Potenzial und Risiko untersucht und durch ein detailliertes Gewichtungssystem anschließend aggregiert. Je geringer die erreichte Punktzahl in den entsprechenden Kriterien, desto höher der Risikogehalt. Auch werden im Rahmen einer Performancekontrolle sowohl historische als auch prognostizierte Ergebnisse untersucht und im Hinblick auf ihre Eintrittswahrscheinlichkeit untersucht. Das Rating soll die Frage beantworten, ob die Risiken und Chancen im ausgewogenen Verhältnis stehen. Dies wird in unserer holistischen Ratingmethodik transparent

Info



Wolfgang Kubatzki, Mitglied der Geschäftsleitung FERI EuroRating Services AG.

FERI wurde 1987 als erstes deutsches Multi Family Office in Bad Homburg gegründet. Mit über 200 Mitarbeitern betreut FERI als Teil der MLP Gruppe Vermögenswerte von deutlich über 27 Mrd. Euro. Als Bestandteil dieser Gruppe führt die FERI EuroRating Services AG, als eines der führenden europäischen Research-Häuser und als anerkannte Ratingagentur, seit mehr als 20 Jahren Ratings für Länder, Branchen und Unternehmen, Kapitalmärkte, Immobilienmärkte, Immobilienobjekte und Fonds durch.

veranschaulicht und eindeutig in den entsprechenden Scores (Punkte) und Ratingnoten (Buchstaben) ausgedrückt.“

Was differenziert die Analyse und Ratingmethodik Ihres Hauses von denen anderer Analysehäuser?

Kubatzki »Besondere Merkmale unserer Ratings sind das eigene Research, die über mehrere Jahrzehnte Prognosekompetenz, der holistische Analyseansatz, insbesondere bezogen auf die Analyse und Bewertung der Assets des jeweiligen Investitionsgegenstandes.“

Planen Sie, die Analysetätigkeit auch auf das Gebiet der Vermögensanlagen nach dem zukünftigen Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) auszudehnen?

Kubatzki »Sofern die Produkte, die gemäß dieses Gesetzes unter die Richtlinien des Kleinanlegerschutzgesetzes fallen, einer Ratingmethodik nach unseren Ansprüchen unterworfen werden können, wäre ein Rating im Rahmen der von uns abgedeckten Assetklassen denkbar.“



Wer ist die Zielgruppe für Ihre AIF-Ratings bzw. Analysen?

Kodinov » „Die Zielgruppe für die AIF-Analysen sind Banken, Vertriebsgesellschaften, Vermittler, Haftungsdächer und sonstige Intermediäre.“

Die Begriffe „Rating“ und „Analyse“ werden oftmals synonym gebraucht. Was ist aus Ihrer Sicht der Inhalt und das Ergebnis einer Analyse und was wäre als Rating zu bezeichnen? Ist ein Rating ohne eine vorhergehende Analyse zielführend?

Kodinov » „Ein Rating basiert immer auf einer vorhergehenden Analyse und detaillierten Prüfung des Beteiligungskonzeptes. Die DEXTRO Stabilitäts-Analyse enthält deshalb neben der Rating-Note und einer Risikoeinstufung des analysierten Produktes weitere relevante Informationen, z. B. einen strukturierten Chancen und Risiken-Katalog (SWOT-Profil).“

Bitte beschreiben Sie Ihre Analyse- und Bewertungsmethodik.

Kodinov » „Rating-Analysen der DEXTRO Group umfassen die Vergabe einer Rating-Note anhand quantitativer und qualitativer Kriterien. Die Bewertung einer Beteiligung ist das Resultat der Analyse der Prognose über die zukünftige Entwicklung. Der Fokus der Analyse liegt in der Prüfung verschiedener Szenarien. Für die Risikotreiber eines Beteiligungskonzeptes werden Volatilitäten bestimmt. Deren Auswirkungen bestimmen die Rendite mit der höchsten Eintrittswahrscheinlichkeit: den erwarteten Nettovermögenszuwachs.“

Welche Faktoren fließen in die Analyse ein und welche Bedeutung haben diese?

Kodinov » „Je nach Assetklasse, Anzahl der Assets und der Geschäftsstrategie lassen sich pro Beteiligungskonzept zwischen 7 und 35 relevante Einflussfaktoren erkennen. Unsicherheiten werden durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen abgebildet. Außerdem werden spezifische Einflussparameter auf die verschiedenen Beteiligungskonzepte berücksichtigt, z. B. vertragliche Konditionen und die Kompetenz des Anbieters.“

Wie analysieren Sie die wirtschaftliche Tragfähigkeit eines AIFs?

Kodinov » „Grundlage ist eine Marktprognose über die erziel-

baren Renditen eines Geschäftsmodells. Kapitalüberschüsse (Free Cashflow) sind ein wichtiger Indikator zur Beurteilung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit einer Kapitalanlage. Die Überschüsse werden prognostiziert auf Basis der kalkulierten Einnahmen aus dem Asset und dessen Kosten. Diese sind Herstellungs- bzw. Anschaffungskosten des Assets (z. B. Kaufpreis inkl. Nebenkosten für den Erwerb eines Flugzeuges oder der Errichtung einer Immobilie), operative Kosten und Managementgebühren. Der Überschuss während der Betriebsphase (d. h. nach Abzug der laufenden Kosten und des Schuldendienstes bei Inanspruchnahme von Fremdkapital) zeigt, ob die prognostizierten jährlichen Auszahlungen an die Anleger realistisch sind.“

Wie erkennen Sie die für die Analyse wesentlichen Risikotreiber und wie werden diese eingewertet?

Kodinov » „In der Regel wirken auf ein AIF mehrere Risikotreiber ein und verursachen somit eine Unsicherheit, die in der Volatilität ausgedrückt wird. Die Risiken des jeweiligen Geschäftsmodells werden finanzmathematisch abgebildet als Funktion mehrerer standardisierter makro- und mikroökonomischer Prozesse. Jeder Prozess beschreibt das Chance-Risiko-Verhalten einer Variablen, z. B. erzielbare Mieteinnahmen bzw. eine Variablengruppe wie die Managementgebühren. Im Analysebericht werden jeweils die fünf relevantesten Risikotreiber sowie deren Einfluss auf die Gesamtvolatilität ausgewiesen.“

Sie analysieren und raten AIFs aus verschiedensten Assetklassen. Wie beschaffen Sie die jeweils dazugehörige fachliche Kompetenz?

Kodinov » „Die Kompetenz des Unternehmens in der Bewertung von Kapitalanlagen fußt auf seiner Expertise in der Identifikation und Evaluierung von Risiken ebenso wie auf der langjährigen Erfahrung der Analysten in den unterschiedlichen Assetklassen.“

Sind Ihre Analysen für die dem Finanzanlagenvermittler vorgeschriebene Plausibilitätsprüfung zu verwenden und wenn ja, warum?

Kodinov » „Die Plausibilitätsprüfung wird nach KWG § 25 mittels Auslagerungsvereinbarung mit den Vermittlern weitestgehend auf DEXTRO übertragen. Dafür verfügt die DEXTRO Group über die notwendige Zertifizierung nach IDW PS 951

Typ B, die zu erkennen gibt, dass der Auslagerungspartner über adäquate Qualitätssicherungsprozesse in Form eines IKS (Internes Kontrollsystem) verfügt. Weiterhin besteht eine Zertifizierung nach IDW PS 880, die die Richtigkeit von Methodik, Analyseansätzen und Rechenplattform bestätigt.“

Welche Risikoeinstufungen nutzen Sie und was beinhalten die einzelnen Risikostufen?

Kodinov » „DEXTRO bewertet die Investment-Qualität von AIFs in 7 Stufen auf einer Skala von AAA bis D. Mit den Ergänzungen bei den Rating-Noten (bspw. BB+ oder A-) wird eine Feinjustierung des Ergebnisses erreicht. Per Definition erhalten die Rating-Noten AAA bis BBB den Status „Investmentgrade“. Ein Investment zeigt damit ein angemessenes Verhältnis der erwarteten Rendite zu den Risiken. Davon abweichend konzentriert sich die Risikoeinstufung auf die Betrachtung der Risikokomponenten einer Beteiligung und unterwirft diese dem Vergleich mit Finanzanlageprodukten der jeweiligen WpHG-Risikoklassen 1 bis 5. Aufgrund gesetzlicher Restriktionen dürfen AIF-Beteiligungskonzepten nur die Risikoklassen 3 bis 5 zugewiesen werden.“

Was differenziert die Analyse und Ratingmethodik Ihres Hauses von denen anderer Analysehäuser?

Kodinov » „DEXTRO nimmt keine subjektiven Fondsbesprechungen und persönliche Wertungen vor. Es wird ausschließlich auf Grundlage objektiv nachvollziehbarer Einflussfaktoren gearbeitet. Grundlage der quantitativen Analyse ist dabei die Monte-Carlo-Simulation, die auch von anderen Häusern genutzt wird.“

Planen Sie die Analysetätigkeit auch auf das Gebiet der Vermögensanlagen nach dem zukünftigen Kleinanlegerschutzgesetz (KASG) auszudehnen?

Kodinov » „DEXTRO hat in der Vergangenheit bereits eine Vielzahl an Produkten analysiert, deren Vertrieb in absehbarer Zeit im KASG geregelt wird. Um den Vermittlern auch dieser Vermögensanlagen weiterhin ein verlässlicher Analysepartner zu sein, wird DEXTRO diese Analysetätigkeit fortführen und ausbauen.“

Info



Georgi Kodinov, Geschäftsführer DEXTRO Group Germany GmbH

Die 2006 gegründete DEXTRO Group ist ein unabhängiges Ratinghaus für Investment Ratings. Das Unternehmen ist auf die Analyse und Bewertung von AIFs und anderen Asset Based Investments und deren Emittenten spezialisiert. Ein kompaktes hochspezialisiertes Analyistenteam nutzt bei der Analyse quantitative Methodiken, um mit Hilfe eines einheitlichen, finanzmathematisch basierten Ratingansatzes für Transparenz und Vergleichbarkeit bei AIFs zu sorgen. Neben ihrer Ratingtätigkeit ist die DEXTRO Group im Risikomanagement und in der Risiko-steuerung für deutsche Banken tätig.