

Die Bank zum Kapitalmarkt.

Kritischer Blick auf Ratings – Aktuelle Entwicklungen

DIRK Mitgliederversammlung



Hannover, 22. Februar 2013
Horst Bertram

BAADER

BAADER



Ratingagenturen als Übeltäter

Donnerstag, 8. Dezember 2011

Ratingagentur stuft Bonität von kleinem Timmy (9) auf Ramschniveau herab



New York, Saarbrücken (dpo) - Die Ratingagentur *Standard & Poor's* hat den Drohungen der letzten Monate Taten folgen lassen und heute die Bonität des kleinen Timmy aus Saarbrücken auf Ramschniveau (CC) herabgestuft. Damit droht sämtlichen Gläubigern des Neunjährigen ein kompletter Zahlungsausfall. Zudem wird erwartet, dass auch die beiden anderen großen Ratingagenturen *Moody's* und *Fitch* mitziehen werden.

Der Schritt kam nicht überraschend: Erst im August wurde Timmys Rating von BB (spekulative Anlage) auf B- (hochspekulative Anlage) gesenkt, nachdem bekannt wurde, dass der Junge bei nahezu allen seinen Klassenkameraden, Freunden und Verwandten mit Beträgen zwischen zehn Cent und drei Euro fünfzig in der Kreide stand.

"Damals war die Lage schon kritisch", so *Standard & Poor's* in der offiziellen Pressemitteilung. "Doch immerhin konnte Timmy seine Verbindlichkeiten noch regelmäßig bedienen – wenn auch zumeist unter Aufnahme neuer Schulden."

Diese belaufen sich laut Experten inzwischen auf etwa 67,38 Euro. Bei einem Taschengeld von monatlich 50 Cent kann Timmy nicht einmal mehr die durch die negativen Ratings auf bis zu 11 Prozent angestiegenen Zinsen bezahlen.

Timmys Eltern sehen keinen Grund dafür, für ihren Sohn einzuspringen: "Der Junge hat viel zu lange über seine Verhältnisse gelebt. Wir nennen ihn nur noch 'Pleite-Timmy'", erklärt sein Vater. "Von uns sieht der keinen Cent."

Da Timmy als Mitglied der Eurozone keine Möglichkeit hat, seine eigene Währung abzuwerten, sehen Finanzexperten nur noch eine Möglichkeit: Er muss ein striktes Sparprogramm auflagen und in den nächsten Jahren auf Luxus wie Pausenbrot und neue Kleidung verzichten. Dann könnte er mit seinen Gläubigern vielleicht einen Schuldenschnitt von bis zu 50 Prozent aushandeln.



Auch keine Rücklagen sind mehr vorhanden

ssi; Foto oben: © ia_64 - Fotolia.com, Foto rechts: © Klaus Eppelle - Fotolia.com

Sie stehen am Pranger

Klagen gegen Standard & Poor's & Co.

US-Justizministerium verklagt Standard & Poor's auf 5 Mrd. US Dollar.

Die Agentur habe vor der Finanzkrise wissentlich zu gute Noten für US-Hypothekenscheine verteilt.

Egan-Jones Ratings mit befristetem Lizenzentzug

The U.S. Securities and Exchange Commission barred Egan-Jones Ratings Co. from issuing ratings on certain bonds, an unprecedented step by the regulator and a setback for a small credit-rating firm with a history of courting controversy.

The SEC said that Egan-Jones couldn't officially rate bonds issued by countries, U.S. states and local governments, or securities backed by assets such as mortgages, for at least the next 18 months.

The ban was part of an agreement the SEC reached with Egan-Jones and its president, Sean Egan, to settle charges that they filed inaccurate documents with the regulator in 2008. The SEC alleged that Egan-Jones misled investors about its expertise, and that Mr. Egan caused the firm to violate conflict-of-interest provisions.

Haben Sie Ihre Aktienanalysten schon verklagt?

Das Produkt ist einfach

Definitionen *Ratings*

FitchRatings

Rated entities in a number of sectors, including financial and non-financial corporations, sovereigns and insurance companies, are generally assigned Issuer Default Ratings (IDRs). IDRs opine on an entity's relative **vulnerability to default on financial obligations**.

MOODY'S

Ratings assigned on Moody's global long-term and short-term rating scales are forward-looking opinions of the relative credit risks of financial obligations issued by non-financial corporates, financial institutions, structured finance vehicles, project finance vehicles, and public sector entities. Long-term ratings are assigned to issuers or obligations with an original maturity of one year or more and **reflect both on the likelihood of a default** on contractually promised payments **and the expected financial loss** suffered in the event of default.

STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES

Credit ratings are forward-looking opinions about credit risk. Standard & Poor's credit ratings express the agency's opinion about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation or state or city government, to **meet its financial obligations in full and on time**.

Ratingagenturen wissen alles (1)

Fitch Global Corporate Finance Average Cumulative Default Rates: 1990–2011

(%, Modifier Level)	One-Year	Two-Year	Three-Year	Four-Year	Five-Year	10-Year
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA+	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.11	0.29	0.37	0.16
AA-	0.06	0.07	0.07	0.07	0.00	0.19
A+	0.00	0.11	0.24	0.31	0.48	0.88
A	0.06	0.29	0.52	0.80	0.95	2.23
A-	0.19	0.35	0.54	0.62	0.75	2.78
BBB+	0.15	0.33	0.59	0.91	1.26	2.87
BBB	0.13	0.76	1.47	2.23	2.77	5.64
BBB-	0.46	1.23	2.15	3.03	3.89	7.67
BB+	1.14	3.08	4.72	6.36	6.80	10.32
BB	0.95	3.33	5.32	7.02	8.39	17.81
BB-	1.44	2.82	4.67	5.18	5.61	10.95
B+	1.16	4.17	6.89	8.93	8.56	9.96
B	2.90	6.49	9.55	10.69	11.50	17.93
B-	2.41	4.63	6.70	7.47	7.79	12.37
CCC to C	24.47	31.83	36.42	35.17	35.23	43.93
Investment Grade	0.13	0.38	0.68	0.97	1.21	2.38
Non-Investment Grade	3.13	5.85	8.14	9.23	9.79	15.05
All Corporates	0.76	1.51	2.16	2.56	2.79	4.26

Rückwärtsbetrachtung!

Ratingagenturen wissen alles (2)

Fitch Global Corporate Finance Transition Rates: 1990–2011

(%)	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC to C	D	Total
Average Annual									
AAA	94.50	5.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA	0.09	90.24	9.28	0.31	0.02	0.02	0.00	0.04	100.00
A	0.02	1.99	91.79	5.45	0.52	0.08	0.07	0.09	100.00
BBB	0.00	0.20	3.62	91.49	3.62	0.60	0.24	0.25	100.00
BB	0.02	0.05	0.10	8.49	81.35	7.04	1.66	1.30	100.00
B	0.00	0.00	0.24	0.45	9.50	83.18	4.28	2.35	100.00
CCC to C	0.00	0.00	0.00	0.20	2.40	18.76	50.90	27.74	100.00
Average Two-Year									
AAA	89.39	10.32	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA	0.14	82.15	16.62	0.91	0.14	0.00	0.00	0.04	100.00
A	0.02	3.64	85.02	9.65	1.06	0.23	0.09	0.29	100.00
BBB	0.01	0.40	6.77	84.32	5.78	1.35	0.53	0.84	100.00
BB	0.03	0.14	0.32	16.18	66.77	10.66	2.18	3.72	100.00
B	0.00	0.00	0.38	1.15	16.66	71.04	4.61	6.15	100.00
CCC to C	0.00	0.00	0.00	0.45	5.22	30.16	25.85	38.32	100.00
Average Three-Year									
AAA	84.01	15.02	0.97	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA	0.20	74.99	22.68	1.84	0.15	0.04	0.00	0.09	100.00
A	0.02	5.20	79.08	12.93	1.71	0.43	0.09	0.53	100.00
BBB	0.03	0.59	9.11	78.58	7.27	2.10	0.66	1.65	100.00
BB	0.00	0.20	0.99	21.95	54.73	13.08	2.63	6.42	100.00
B	0.00	0.00	0.58	2.33	21.01	62.06	3.86	10.16	100.00
CCC to C	0.00	0.00	0.00	0.79	6.60	32.19	14.78	45.65	100.00
Average Four-Year									
AAA	78.70	18.23	3.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA	0.24	69.75	26.77	2.81	0.19	0.07	0.00	0.17	100.00
A	0.01	6.70	74.42	14.97	2.45	0.57	0.12	0.76	100.00
BBB	0.03	0.71	11.34	73.96	7.87	2.64	0.86	2.59	100.00
BB	0.00	0.16	1.44	26.11	46.02	14.49	2.91	8.87	100.00
B	0.00	0.00	0.54	4.87	24.41	54.77	2.30	13.12	100.00
CCC to C	0.00	0.00	0.32	0.96	7.03	35.46	9.27	46.96	100.00
Average Five-Year									
AAA	73.06	21.22	5.10	0.61	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA	0.30	65.75	29.79	3.65	0.30	0.05	0.00	0.16	100.00
A	0.01	8.03	70.13	16.90	2.89	0.89	0.14	1.00	100.00
BBB	0.02	0.75	13.32	70.01	8.28	2.98	1.09	3.54	100.00
BB	0.00	0.10	1.78	29.41	40.68	14.63	2.54	10.87	100.00
B	0.00	0.00	0.62	8.79	25.49	48.76	1.60	14.74	100.00
CCC to C	0.00	0.00	0.36	3.26	5.43	37.32	4.35	49.28	100.00
Average 10-Year									
AAA	38.93	33.61	23.77	3.69	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00
AA	0.40	46.50	39.54	10.91	1.90	0.50	0.00	0.25	100.00
A	0.00	11.43	52.19	26.39	4.05	2.22	0.31	3.40	100.00
BBB	0.05	1.83	14.08	56.18	12.35	4.20	1.43	9.88	100.00
BB	0.00	0.16	4.35	30.43	21.74	13.20	0.78	29.35	100.00
B	0.00	0.00	0.77	22.01	19.69	23.94	0.77	32.82	100.00
CCC to C	0.00	0.00	0.87	7.83	6.09	19.13	0.00	66.09	100.00

Quelle: Fitch

Oligopolistische Strukturen im Ratingmarkt

Oligopol der Big Three

- Moody's Investors Service
- Standard & Poors
- Fitch Ratings

The logo for Moody's, featuring the word "MOODY'S" in white serif font on a dark blue rectangular background.The logo for Fitch Ratings, with "Fitch" in red and "Ratings" in black, both in a serif font.The logo for Standard & Poors, with "STANDARD" and "& POOR'S" in black and "RATINGS SERVICES" in red, all in a bold sans-serif font.

In Deutschland zugelassen

- DBRS
- Fitch Ratings
- Moody's Investors Service
- Standard & Poors
- Euler Hermes Rating GmbH
- Feri EuroRating Services AG
- Creditreform Rating AG
- Scope Credit Rating GmbH (vormals: PSR Rating GmbH)
- GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilungen mbH
- ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH
- Japan Credit Rating Agency

Wird durch Regulierung alles gut?

Ja

- Mehr Struktur in Prozessen der Agenturen
- On site Revision (light) durch Aufsicht
- Regelmäßige Berichte der Aufsicht zu operativen Themen (nicht Methodologien!)
- Ansprechpartner für „genervte“ Emittenten

Nein

- Quantitative Elemente nehmen zu, da risikoarm für Agenturen
- Trend, das Rating selbst zu erstellen (score cards, Ratios, etc.)
- Weitergabe der administrativen Kosten der Agenturen

Regulierungspipeline

EU-Parlament, EU-Rat und EU-Kommission haben sich im Rahmen der so genannten Trilog-Gespräche auf Neuerungen zur Verordnung über die Regulierung von Ratingagenturen geeinigt:

- Bis zum Jahr 2020 sollen in EU-Gesetzen keine Verweise auf externe Ratings erfolgen
- Sofern ein Emittent zwei oder mehr Ratingagenturen beauftragt, ist er künftig aufgefordert, mindestens eine kleine Agentur zu beauftragen (Marktanteil nicht mehr als 10 %). Entscheidet sich ein Emittent dagegen, soll er dies dokumentieren
- Die Gebühren von Ratingagenturen dürfen nicht diskriminierend sein und sollen auf tatsächlichen Kosten basieren
- Ratingagenturen haben Emittenten mindestens einen vollen Werktag vor Veröffentlichung eines Ratings oder Outlooks zu informieren
- Bei Verbriefungen sind künftig zwei Ratings erforderlich
- Bei Verbriefungen sind künftig detaillierte Informationen offen zu legen, damit Dritte eigene Stress-Tests durchführen dürfen

Problemstellung für Emittenten

- Nur drei akzeptierte Rating-„Partner“
 - steigende Kosten u. a. durch Regulatorik
- Oftmals fehlende Expertise der Ratinganalysten
 - Häufige Personalwechsel
 - Schwache Analysten ohne Einfluss im Rating-Committee
 - Kaum Zugang der Emittenten zum Rating-Committee
 - Steigende Zusatzanforderungen an Emittenten durch zusätzliche Stress-Testabfragen zur Absicherung der eigenen Ratings
- Hohe Bedeutung von Ratings bleibt
 - auch für kreditgebende Banken
 - wenige Investoren verfügen über eigene Analysekapazitäten
 - Top-Investoren schätzen Meinungen der Analysten
 - Rating für Indexaufnahme, EZB-Repo, etc. lebenswichtig
 - Sell-side-credit Research – bis auf wenige Sektoren – unterrepräsentiert

Was leistet der DIRK bereits?

- Bestehender DIRK-Arbeitskreis Credit Rating Banken
- Halbjährliche Sitzungen
- Starke Praxisorientierung
- Methoden- und Preisdiskussionen finden (bisher) über Bankenverbände statt

- Teil der FIRO-Ausbildung

Was kann der DIRK darüber hinaus leisten?

- Etablierung Rating Arbeitskreis für Unternehmen
 - Dialog mit Rating-Beratern
 - Dialog mit Agenturen
 - Dialog mit Aufsichtsbehörden
 - Informationsaustausch
 - Gebührenvergleiche
- Informations- und Meinungsaustausch
 - Arbeitsgruppen
 - Telefonkonferenzen
 - Online Workspace zum Austausch von Analysen, Studien und Erfahrungen
- Starke Stimme gegenüber Agenturen
- Regelmäßige Stellungnahmen (One Voice Policy) zu Methodologien und Gebührenthemen

Einordnung Geschäfts-/Finanzrisiken

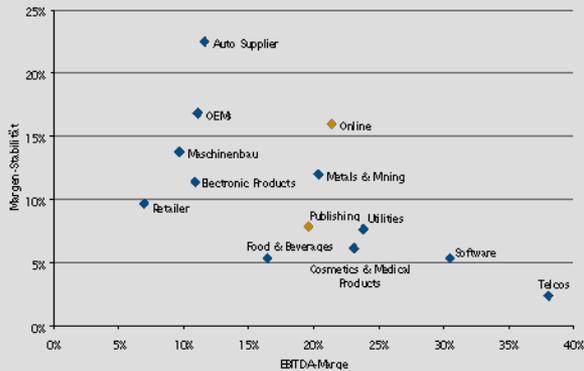
Schritt 1

Schritt 2

Schritt 3

Ist-Situation

Diskussion und Analyse des Geschäftsrisikos anhand von Branchenvergleichen

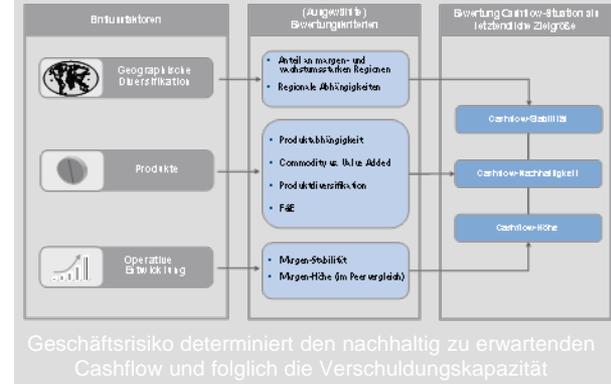


Herausforderungen/Soll-Situation

z.B. Stabilisierung/Optimierung Geschäftsfelder

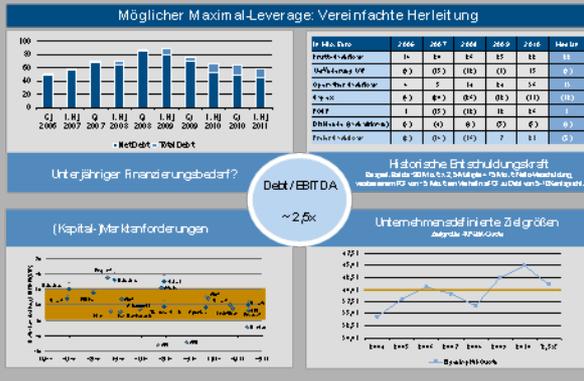


Implikationen auf Finanzierung / Verschuldungskapazität



Ableitung möglicher Leverage

Diskussion und Analyse des Geschäftsrisikos anhand von Branchenvergleichen



Implikationen auf Wertbeitrag

z.B. Akquisitionen zur Optimierung Wertschöpfungskette, Diversifikation, Wertbeitrag

in Mio. Euro	Ermittelte Größen	Anmerkung
EV/EBITDA	11x	Abgeleitet aus Transaktionen/Marktwertungen
EV	6.500	-
Umsatz	2.600	-
EBITDA	591	-
EBITDA-Marge	23%	Berechnete EBITDA-Marge aus Wertungsannahmen
DA	162	Angenommene Abschreibungsquote: 7%
I	0	Angenommener Zinssatz: 0%
T	110	Angenommener Steuersatz: 27%
BCF	481	vor Zinszahlungen

in Mio. Euro (Stand: 2009)	Segment A	Segment B	Segment C	Konzern	New Target
WACC	8%	7,80%	7%	7,80%	7,80%
Investitionswert	23.261	8.967	8.696	42.811	3.636
Umsatz/Bilanzsumme	69%	70%	109%	60%	60%
Investitionswert/Bilanzsumme	86%	96%	126%	84%	87,5%
BCF Hurdle	2.589	902	775	4.431	382
Kapitalkosten	1.861	673	608	3.339	273
Reproduktion (BCF Hurdle-Kapitalkosten)	728	229	167	1.092	109
Reproduktionsquote	3,1%	2,6%	1,9%	2,6%	3,00%
BCF	3.183	1.043	319	4.688	481

Finanzierungsstruktur/-mix



Liquiditäts-/Finanzierungssicherheit

Volatilität des Geschäfts (-risikos) hat Auswirkungen auf Finanzierungselemente und Liquidität

Ermittlung/Strukturierung optimale Cashposition und Kreditlinien für Zielbonität/externes Rating

Ausarbeitung Peervergleiche Liquidität

S&P: **“Liquidity is an important component of financial risk across the entire rating spectrum. Unlike most other rating factors within an issuer's risk profile, a lack of liquidity could precipitate the default of an otherwise healthy entity.**

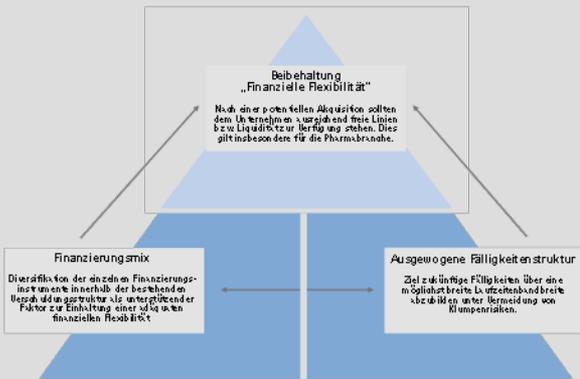
Accordingly, liquidity is an **independent characteristic** of a company, measured on an absolute basis.”

Schritt 1

Schritt 2

Schritt 3

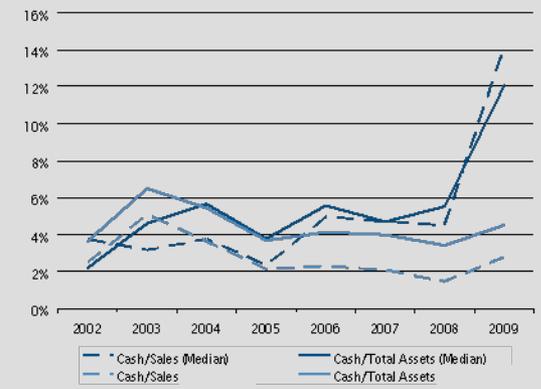
„Magisches“ Finanzierungs-dreieck



Liquiditätszufluss vs. -abfluss

Zeitraum: i. d. R. 12-24 Monate		2012			
		Verfügbare Liquidität	1,10x	Benötigte Liquidität	140
"Operativ"	Cash-Herkunft	Cash-Verwendung			
	FFO [Positive]	FFO	72	FFO	-
	Change WC [Positive]	Change WC	-	Change WC	40
	Summe: Verfügbare Liquidität	Summe: Benötigte Liquidität	72	0,90x	50
"Bilanziell" & Sonstiges	Cash & Equivalents	Akquisitionen			
	Kreditlinien (frei & verfügbar)	Cash 2012	52	Akquisitionen	-
	Verkäufe	Kreditlinien 2010	-30*	Fälligkeiten bis 2012	-30
	Summe: Verfügbare Liquidität	Summe: Benötigte Liquidität	82	1,64x	50

Liquiditätssituation im Branchenvergleich



Leistungsspektrum Rating Advisory

Finanzstrategie Kapitalstruktur Kapitalkosten

- Definition von Zielkennziffern für bestimmte externe Ratings bzw. im Vergleich mit Peers
- Absolute und relative Maximalverschuldung

Ratinganalysen Debt Capacity Rating Advisory

- "Typische Rating Advisory Projekte"
- Indikative externe Ratings
- Mithilfe beim Ratingprozess (intern/extern)

Funding Liquidität Kapitalmarktprodukte

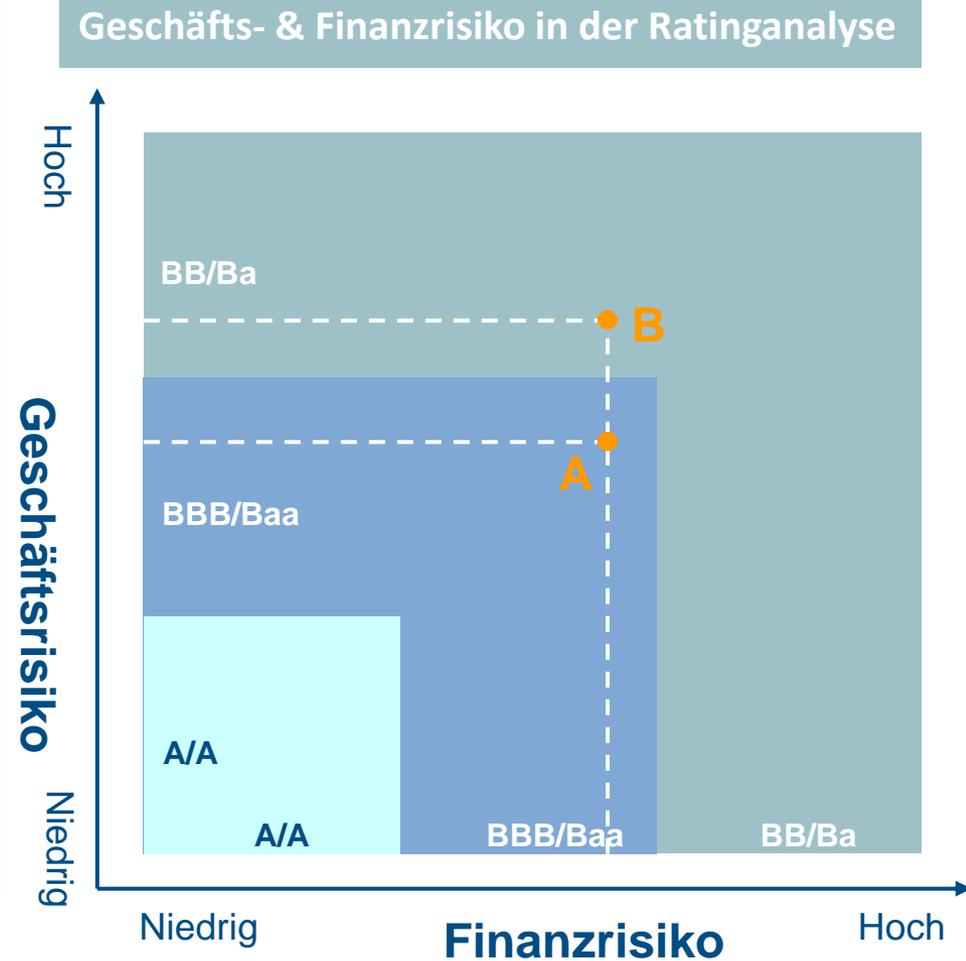
- Welche Finanzierungsformen sind für Rating-/Credit Story erforderlich/sinnvoll?
- Erwartung und Anforderungen hinsichtlich Liquidität und finanzielle Flexibilität
- Strukturelle Überlegungen (Nachrangigkeit?)

Credit Research Investoren Kapitalmarkt

- "Credit Story" und Kommunikation
- Was wollen Rating Agenturen und Investoren sehen / hören ?
- Peervergleichsanalysen

Genereller Ratingansatz

- In der Ratinganalyse werden typischerweise das Geschäfts- und Finanzrisiko getrennt voneinander betrachtet; beide erhalten dann ein mehr oder weniger explizites „Scoring“.
- Oft begrenzt der niedrigere dieser beiden Scores das Gesamtrating („Rating Cap“).
 - Teilweise bestehen für gesamte Industrien solche impliziten „Caps“.
- Im Beispiel (Grafik auf der rechten Seite) haben die Unternehmen A und B ein identisches Finanzrisiko; Unternehmen B würde aber aufgrund seines höheren Geschäftsrisikos niedriger geratet.



S&P: Ratingmethodik für Unternehmen

Schritt 1	Schritt 2	Schritt 3	Schritt 4	Schritt 5	Schritt 6	Schritt 7	Schritt 8	Schritt 9
Länder-Risiko	Industrie-Risiko	Geschäfts-Position	Profitabilität/ Peer-Gruppen-Vergleiche	Rechnungslegung	Governance Risiko-Toleranz Finanzpolitik	Cashflow Adäquanz	Kapitalstruktur/ Vermögensabdeckung	Liquidität/ kurzfristige Faktoren

Geschäfts- und Finanzrisiko

		Financial Risk Profile					
		Minimal	Modest	Intermediate	Significant	Aggressive	Highly Leveraged
Business Risk Profile	Excellent	AAA	AA	A	A-	BBB	--
	Strong	AA	A	A-	BBB	BB	BB-
	Satisfactory	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-	B+
	Fair	--	BBB-	BB+	BB	BB-	B
	Weak	--	--	BB	BB-	B+	B-
	Vulnerable	--	--	--	B+	B	CCC+

Kurzdarstellung Geschäftsrisiken

Schritt 1

Länderrisiko

- politisch
- wirtschaftlich
- industriespezifisch
- Währungsthemen

Schritt 2

Industrierisiko

- Industrietrends
- Industriestruktur
- Marktgröße
- Wachstumspotenzial
- Zyklizität
- Wettbewerb / Einflüsse
- Technologieänderungen
- Operative Risiken
- Regulierung / Umfeld

Schritt 3

Geschäftsposition

- Wettbewerbsfaktoren
- Marktposition
- Erfolgsfaktoren
- Größe
- Diversifikation
- Management (strategisch/operational)

Schritt 4

Profitabilität / Peer-Gruppenvergleiche

- Validierung
- Unternehmensposition
- Trends
- Qualität, Ergebnisse und analytische Anpassung
- Peergruppen-Vergleiche

- Corporate Governance
- Gruppen-Struktur
- Kosten-Position (Flexibilität)
- Margen-Stabilität
- Enterprise Risk Mgmt.

Kurzdarstellung Finanzrisiken

Schritt 5	Schritt 6	Schritt 7	Schritt 8	Schritt 9
<p>Rechnungslegung</p> <ul style="list-style-type: none"> - Bilanzierungsumfeld - Berichtswesen und Veröffentlichungen - Analytische Anpassung 	<p>Governance / Risikotoleranz / Finanzpolitik</p> <ul style="list-style-type: none"> - Eigentümer - Vorstand / AR - Managementpraktiken - Finanzstrategie / - Philosophie - Risikotoleranz - Rechnungswesen - Interne Kontrollen 	<p>Cashflow Adäquanz</p> <ul style="list-style-type: none"> - Fokus: Schulden- Tilgungsfähigkeit - Analytische Unterschiede zu Ertrag - Cashflow Größen/ Ratio - Cashflow - Investitionen - Working Capital - Dividenden 	<p>Kapitalstruktur / Vermögens- abdeckung</p> <ul style="list-style-type: none"> - Trad. Formen der Verschuldung und EK - Außerbilanzielle Verschuldung - Hybrid-Instrumente - Vermögenswerte (z.B. Qualität, Firmenwert) 	<p>Liquidität / Kurzfristige Faktoren</p> <ul style="list-style-type: none"> - Operative Quellen & Verwendung der Liquidität - Andere potenzielle Liquiditätsbedürfnisse - Schulden- Charakterisika - Bankkreditlinien

Wer war das?

Baader Bank AG

Weihenstephaner Straße 4

85716 Unterschleißheim

Deutschland

www.baaderbank.de

www.baadermarkets.de

Host Bertram

Investor Relations und Pressekommunikation

Telefon: +49 (89) 5150 1882

Mobile: +49 (151) 4026 6202

E-Mail: horst.bertram@baaderbank.de

