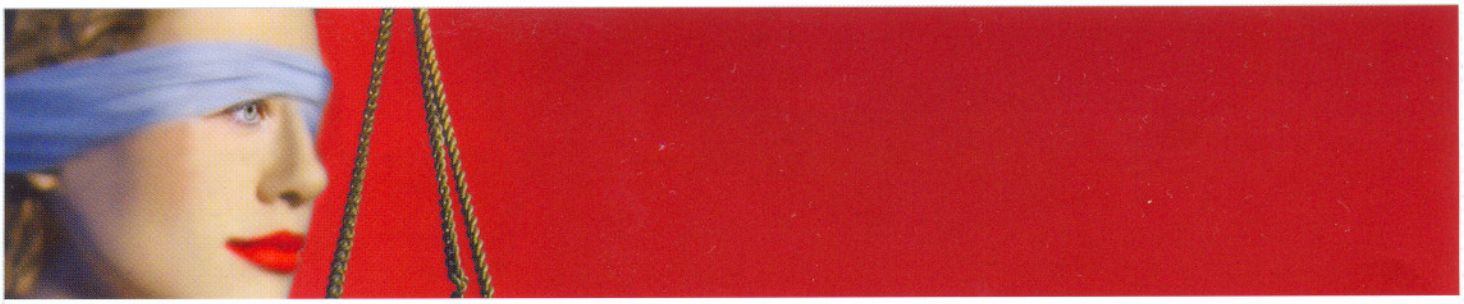


„Der Vertrieb will Ratings haben – egal, welche!"

Roundtable-Diskussionen mit Prof. Dr. Thomas Zacher, Rechtsanwalt und Experte für Beraterhaftung, Köln; Martin Klein, Rechtsanwalt, Geschäftsführer des VOTUM-Verbandes; Jürgen Braatz, Ratingwissen, Hamburg; Christian Kohrs, Rechtsanwalt, Mitglied des Rechtsforums Finanzdienstleistung e. V. (im Bild von li. nach re.).

finanzwelt: Welche Bedeutung haben Rating-Agenturen für den Vertrieb von geschlossenen Fonds?

Braatz › Der Vertrieb will Ratings haben. Welche, ist ihm eigentlich egal. Er benötigt überzeugende Verkaufsargumente. Die Rating-Berichte sollen gut aussehen und gut geschrieben sein.

Klein › Für uns Anwälte, die in Beratungsprozessen Vermittler vertreten, ist es hilfreich, positive Ratings zu besitzen, um zu zeigen, dass objektive Grundlagen existieren, die den Vermittler in die Lage versetzen, herauszustellen, dass ein als gut bewertetes Produkt vorliegt. Richter schauen sich Ratings durchaus an und berücksichtigen sie. Ein Rating ist aber kein alleiniger Enthaftungsgrund, sondern einer von mehreren Bausteinen, um zu zeigen, dass der Vermittler seiner Aufgabe, die Plausibilität der Offerte zu prüfen, nachgekommen ist.

Zacher › Ich beobachte in der Branche eine ambivalente Haltung gegenüber Ratings. Wenn sie positiv ausfallen, werden sie gerne genutzt. Dagegen wird behauptet, dass Ratings grundsätzlich äußerst fragwürdig seien. Das ist eine nicht ganz klare Position. Oftmals scheinen Ratings nur dann akzeptiert zu werden, wenn sie vertriebsunterstützend sind.

Braatz › Ich vermeide gerne das Wort Rating-Agentur und spreche von Analysehäusern. Von einem tatsächlichen Rating ist die Herangehensweise der Analysten an die Prüfung nämlich meist relativ weit entfernt. Auch die überwiegende Anzahl der Analysten betont ihren journalistischen Status, weil er sie rechtlich schützt. Als journalistische Meinungsäußerung sind die Ratings vom Medienrecht vor möglichen Schadenersatzklagen geschützt.

finanzwelt: Wie intensiv nutzen die Vertriebe und Emissionshäuser die Ergebnisse?

Klein › Das hängt von den Größenverhältnissen ab. Bei den großen Vertrieben steht das Rating nicht besonders im Vordergrund. Dort finden ein intensiver Austausch mit den Emissionshäusern und eine eigene Produktprüfung statt.

Der Vermittler, der nicht auf ein eigenes Research zurückgreifen kann, fragt dagegen sehr intensiv nach Ratings.

Zacher › Mir fällt auf, dass gar nicht über die Nachfrage beim Anleger gesprochen wird. Interessanterweise spielt der Anleger als Primärnachfrager keine große Rolle. Es ist bedauerlich, dass aus Anlegersicht offenbar kein Bedarf besteht bzw. die Bereitschaft fehlt, Ratings zu bezahlen.

Klein › Einen Markt, auf dem die Anleger die Ratings abrufen und vergüten, beobachte ich grundsätzlich nicht. Das kann den Anlegern aber nicht vorgeworfen werden. Der Endverbraucher bekommt das Rating letztlich von seinem Berater geliefert.

finanzwelt: Welche Transparenzkriterien müssen von den Rating-Agenturen erfüllt werden?

Klein › Es muss klar sein, wer das Rating durchgeführt hat, um die Qualifikation der Mitarbeiter einschätzen zu können. Auch die Bewertungsmethoden müssen in ihren groben Zügen nachvollziehbar und transparent sein.

Braatz › Der Forderung, die Methoden offenzulegen, kann ich zustimmen. Hinsichtlich der Qualifikation der Mitarbeiter bin ich aber sehr skeptisch. Es ist nicht zwingend eine hohe Qualifikation zum Beispiel in der Ausbildung erforderlich, um ein guter Analyst zu sein. Ein Mitarbeiter kann sich auch über den Vertrieb in ein Emissionshaus hochgearbeitet haben und jetzt in einem bestimmten Marktsegment hervorragende Fachkenntnisse besitzen. Die formelle Qualifikation der Mitarbeiter ist nicht zwingend aussagekräftig.

finanzwelt: Sollte denn veröffentlicht werden, wer das Rating bezahlt hat?

Klein › Ich glaube, wir gehen zu weit, wenn wir dazu tendieren, die europäischen Standards, die momentan erarbeitet werden, an die deutschen Rating-Agenturen anzulegen. Dann bleiben am Ende möglicherweise nur noch zwei Marktteilnehmer übrig.

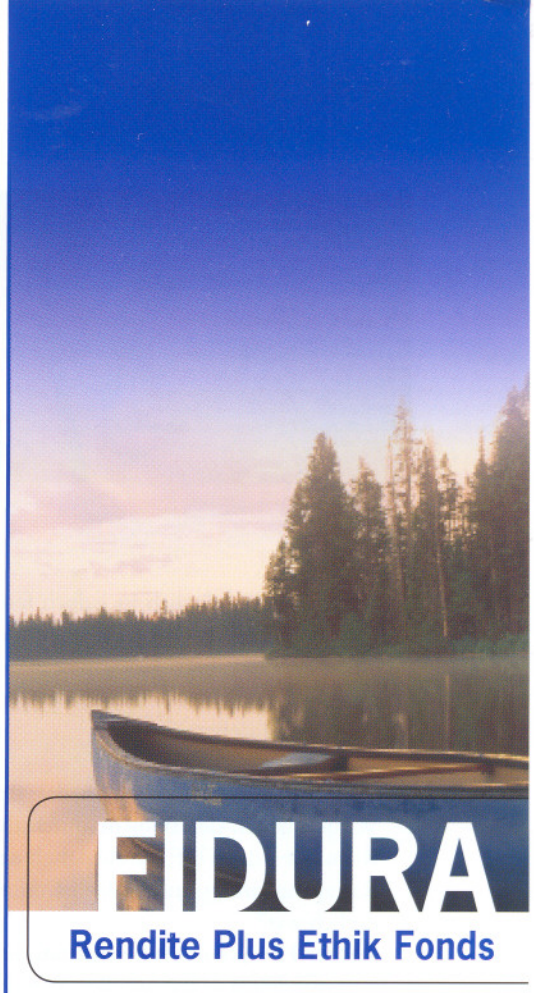
Kohrs › Bemerkenswert am Verordnungsvorschlag der EU (s. Kasten) ist, dass die Offenlegung von Vergütungsstrukturen dabei nicht im Blickpunkt stand.

Klein › Auf EU-Ebene wird diskutiert, Beratung und Rating strikt zu trennen. Es sollte darüber nachgedacht werden, in einem Unternehmen zumindest die entsprechenden Abteilungen voneinander zu trennen. Außerdem sollte offengelegt werden, ob es sich um ein bestelltes oder ein unaufgefordertes Rating handelt.

finanzwelt: Inwieweit sollten die Agenturen für ihre Ergebnisse haften und sich infolgedessen auch versichern?

Braatz › Ich denke, dass es nur eine Frage der Zeit ist, bis eine Rating-Agentur von einem Anleger verklagt wird und Schadenersatz leisten muss. Es sollte aber keine allgemeine Haftung für Ratings geben. Dann würde das ganze Geschäftsmodell zusammenbrechen. Wenn ein Analysehaus pro Jahr 10 oder 20 Analysen für bis zu 4.000 Euro pro Rating auf den Markt bringt, ist es nahezu unmöglich, sich für alle Vermögensschäden zu versichern, die bei einem geschlossenen Fonds auftreten können.

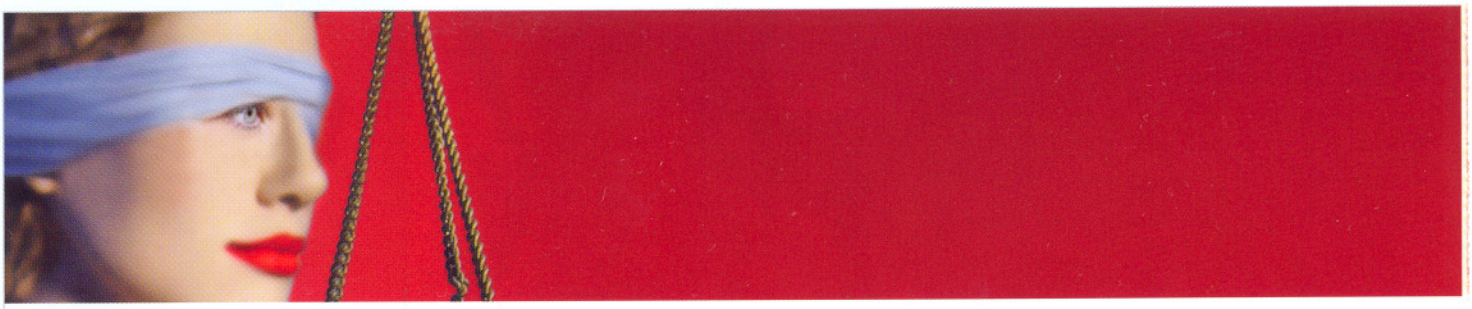
Zacher › Auch ich halte es für sehr wahrscheinlich, dass es irgendwann einen solchen Prozess geben wird. Aus meiner Sicht wäre ein Prozess aber juristisch zweifelhaft und auch nicht wünschenswert. Er würde dazu führen, dass die Aussagen der Analysten noch vorsichtiger und indifferenter werden. Es würde sich kaum noch jemand trauen, ein positives Gutachten zu schreiben. Die Klarheit der Aussage würde verschwinden. ››



Zukunft verantwortungsvoll gestalten.

FIDURA Private Equity Fonds
Bavariaring 44
80336 München
Tel. (089) 23 88 98-0
Fax (089) 23 88 98-29
E-Mail: info@fidura-fonds.de

www.fidura-fonds.de



Kohrs ❯ Grundsätzlich ist jedoch festzustellen, dass sich die Agenturen durchaus an der Güte ihrer Arbeit messen lassen müssen und hierfür auch in der Verantwortung stehen.

finanzwelt: Glauben Sie denn, dass der Wirbel, der in der Branche durch die Richtlinien des VGF für die Arbeit der Rating-Agenturen entstanden ist, erforderlich war?

Zacher ❯ Bei genauerer Betrachtung dieser Grundsätze ist festzustellen, dass die Aufregung letztlich tatsächlich größer gewesen ist als nötig. Zum großen Teil betreffen diese Richtlinien Selbstverständlichkeiten. Die Ideen waren nicht falsch, aber auch nicht sonderlich neu oder weltbewegend. Strittig waren im Wesentlichen nur die Frage der inhaltlichen Vergleichbarkeit der qualitativen Elemente und einige Detailfragen.

Braatz ❯ Es ist schon systematisch zweifelhaft, wenn ein Verband von Unternehmen, die von Dritten bewertet werden, diesen Dritten vorschreiben will, nach welchen Maßstäben sie die Bewertungen vorzunehmen haben. Der Verband sollte seine Mitglieder vielmehr verpflichten, keine qualitativ minderwertigen Ratings und Analysen zu bestellen oder zu bezahlen.

finanzwelt: Ist eine verstärkte staatliche Regulierung der Rating-Agenturen für geschlossene Fonds erforderlich?

Kohrs ❯ Den Ratings steht die Qualität in den meisten Fällen auf die Stirn geschrieben. Es ist relativ offensichtlich, dass es bessere und schlechtere Ratings gibt. Die Güte der angewandten Methoden kann man relativ schnell erkennen. Ratings, die „hingeschludert" werden, ist das auch anzumerken. Ich denke nicht, dass eine obrigkeitsstaatliche oder verbandsgesteuerte schwarze Liste der Rating-Agenturen nötig ist.

Klein ❯ Es käme möglicherweise in Frage, einen Verband der Rating-Agenturen zu gründen. Es würde Sinn machen, wenn die Agenturen für sich selbst einen gewissen Ehrenkodex entwickeln würden, in dem sich auch vieles aus der VFG-Richtlinie (s. Kasten S. 103) wiederfinden könnte. Es wundert mich, dass die Agenturen sich noch nicht an einen Tisch gesetzt haben.

Braatz ❯ Dort herrscht ein harter Wettbewerb. Die Agenturen werden niemals einen Verband gründen.

finanzwelt: Warum installieren die Verbände nicht einen „Researcher" oder „Obergutachter", der alle Ratings prüft und ihre Qualität vergleicht?

Zacher ❯ Ein solcher Obmann müsste eine von allen akzeptierte fachliche Koryphäe sein. Einen solchen Experten zu finden, ist nahezu ausgeschlossen, da es sehr viele unterschiedliche Meinungen gibt. Dies wird sich nicht durchsetzen lassen.

Kohrs ❯ Dieser „Obergutachter" müsste aber nicht unbedingt ein Experte auf allen Gebieten sein. Er müsste im Prinzip nur prüfen, ob der Analyst aufgrund seiner Qualifikation und der Transparenz des Marktes in der Lage ist, zu einem Ergebnis zu kommen. Wenn er dann feststellt, dass dies nicht der Fall ist, müsste er konstatieren, dass die Analyse nicht fundiert sein kann.

Zacher ❯ Eine Rating-Agentur darf nicht den Anspruch erheben, die einzig richtige Bewertung parat zu haben. Sie muss transparent machen, nach welchen Maßstäben sie zu ihren Ergebnissen kommt. Insbesondere bei geschlossenen Fonds ist dies immer auch eine Prognosebewertung.

finanzwelt: Wie beurteilen Sie das Rating-Business in Deutschland? Was hat die Branche für einen Ruf?

Zacher ❯ Die völlig unzulänglichen Angebote werden von allen seriösen Agenturen und Analysten ausgeschlossen. Darüber hinaus ist es ein typisch deutscher Ansatz, zu glauben, es gäbe die richtige Analyseform. Es gibt verschiedene Ansätze. Wir sollten nicht dazu neigen, auch diesen Markt überregulieren zu wollen. Es gibt einen gesunden Wettbewerb.

Kohrs ❯ Die Analysten machen den Job, den sie sich auf die Fahne geschrieben haben, und helfen denjenigen, die die entsprechenden Informationen brau-

Martin Klein, Rechtsanwalt und Geschäftsführer des VOTUM-Verbandes - mit über 80 Mitgliedern die branchenführende Interessenvertretung der konzernunabhängigen Finanzdienstleistungs-Unternehmen.

Christian Kohrs, Hamburger Rechtsanwalt, berät seit 1999 Unternehmen in den Bereichen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht.

chen. Viele erhoffen sich jedoch eine Art „Absicherungszertifikat". So etwas bekommen sie aber mit Sicherheit nicht.

Klein ❯ Es hat zwar eine gewisse qualitative Steigerung stattgefunden, es ist aber weiterhin von wissenschaftlichen Ansätzen bis hin zu „journalistischem Bauchgefühl" alles vertreten. Wir können nur dann unabhängige und gute Ratings erwarten, wenn wir wissen, dass die Analysten auch entsprechend ausgestattet sind und unabhängig von ihren Auftraggebern arbeiten. Diese Situation haben wir in Deutschland aber momentan noch nicht. Kritisch sehe ich übrigens das weiterhin vorhandene Erpressungspotenzial in der Branche. Nach dem Motto: Ich könnte schlecht über dich schreiben, wenn du dich nicht von mir beraten lässt.

Braatz ❯ Ratings können und müssen besser werden. Ich würde mir wünschen, dass manche Analysten von bestimmten Marktsegmenten einfach die Finger lassen, wenn sie davon nichts verstehen. Das ist aber wahrscheinlich frommes Wunschdenken. Außerdem halte ich es in Bezug auf die zeitliche Einordnung eines Ratings für sinnvoll, wenn diese zukünftig mit einem Datum versehen werden.

Klein ❯ Es wäre hilfreich, wenn das Rating künftig zusätzlich noch die Klassifizierung eines geschlossenen Fonds, d. h. eine Sensitivitätsanalyse in Bezug auf das Totalverlustrisiko, leisten würde.

Braatz ❯ Das könnten aber nur große Rating-Agenturen wie Scope, Feri und ansatzweise TKL leisten, weil es mathematisch sehr aufwändig ist. Von anderen Analysen kann man das nicht erwarten. Ich stimme aber bereits der Prämisse nicht zu, Anleger von geschlossenen Fonds müssten finanziell so gut ausgestattet sein, dass sie das Risiko des Totalverlusts locker verschmerzen könnten. Diese Prämisse wird oft für geschlossene Fonds gefordert, für Aktien oder Investmentfonds aber nicht. Diese Ungleichbehandlung halte ich sachlich für nicht gerechtfertigt. ■

Die Diskussionen führten
Dieter E. Jansen und Kim Brodtmann

Jürgen Braatz, geschäftsführender Gesellschafter der Ratingwissen GbR, Hamburg - eine Plattform für die Diskussion aktueller Themen aus der Finanzdienstleistung.

Prof. Dr. Thomas Zacher, Professor für Wirtschaft, EU-Recht und Internationales Management und Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht.

Der „Ratingkodex" des VGF

Der „Verband für Geschlossene Fonds" (VGF), Hamburg, hat Ende 2007 einen „Ratingkodex" beschlossen. Dieser beinhaltet Grundsätze zur Bewertung geschlossener Fonds. Er soll laut VGF „einen Impuls für eine Initiative zur Etablierung allgemein gültiger und international anerkannter Standards für die Analyse und Bewertung von geschlossenen Fonds und deren Anbietern" darstellen. Der Verhaltenskodex umfasst u. a. folgende Punkte:

- **Objektivität und Integrität**
  Analysten müssen ihre Tätigkeit unabhängig und frei im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften durchführen.
- **Vermeidung von Interessenkonflikten**
  Zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und dem Analysten dürfen keine direkten oder indirekten gesellschaftsrechtlichen oder finanziellen Verflechtungen bestehen. Ist dies doch der Fall, müssen sie offengelegt werden.
- **Vermeidung von Eigengeschäften**
  Analysten sollen keine Anteile an geschlossenen Fonds halten, welche Gegenstand ihrer Bewertungen sind.
- **Transparenz**
  Die Analysten berichten regelmäßig und öffentlich über die Art und Weise sowie den Umfang ihrer Geschäftstätigkeit.
- **Regelungen bzgl. der Beziehung zwischen den Analysten und dem Emittenten/Anbieter**
  Bewertungen sollten nicht veröffentlicht werden, bevor dem Emittenten bzw. Anbieter die Möglichkeit eingeräumt wurde, sich innerhalb einer adäquaten Frist zur Bewertung zu äußern.
- **Informationsbeschaffung**
  Bei der Bewertung sind von Analysten aktuelle und qualitativ zuverlässige Informationen zu verwenden. Diese Informationen müssen sorgfältig ermittelt und verifiziert werden.
- **Informationsverarbeitung**
  Das Bewertungsverfahren und die Bewertungsmethode müssen nachvollziehbar verifizierbar sein und offengelegt werden.

Diese Richtlinien wurden in Fachkreisen heftig kritisiert. „Es ist systematisch zweifelhaft, wenn ein Verband von Unternehmen, die von Dritten bewertet werden, diesen Dritten vorschreiben will, nach welchen Maßstäben sie die Bewertungen vorzunehmen haben", so Jürgen Braatz, Geschäftsführer von Ratingwissen, Hamburg, im Gespräch mit finanzwelt.