

Durch die Finanzkrise wurden schwerwiegende Defizite der Ratings von Agenturen, wie Moody's und Standard & Poor's, sichtbar. Die Fehlleistungen der marktbeherrschenden US-amerikanischen Ratingagenturen ließen die Forderung nach Etablierung einer großen europäischen Ratingagentur laut werden. Ist eine solche Agentur sinnvoll?

Nebenwirkungen eines ausgeprägteren Wettbewerbs beachten – Nähe zum Staat vermeiden – Bezugnahmen auf Ratings reduzieren¹

Die großen, international aktiven Ratingagenturen, die bereits während der Asienkrise (1997/98) sowie im Zuge der Bilanzskandale (2001/02) in der Kritik standen, haben durch gravierende Versäumnisse und Fehleinschätzungen bei der Beurteilung von strukturierten Finanzprodukten zur Dynamik der jüngsten Finanzkrise beigetragen. Insofern liegt der Fokus laufender globaler Initiativen auch auf einer Verbesserung der Qualität, Integrität und Transparenz der entsprechenden Ratingprozesse. In diesem Zusammenhang zeichnen sich in den USA weitere Straffungen der bereits bestehenden regulatorischen Anforderungen ab. In der Europäischen Union – wie auch in weiteren Ländern – ist zukünftig eine eigenständige Registrierungspflicht für Ratingagenturen sowie eine laufende Beaufsichtigung ihrer Tätigkeit vorgesehen (vgl. EU 2009).

Die Kritik an den Fehlleistungen der marktbeherrschenden US-amerikanischen Ratingagenturen wird häufig mit der Forderung nach Etablierung einer (großen) europäischen Ratingagentur verknüpft. Zur Beurteilung dieses Vorschlags sollen im Folgenden drei Problemfelder betrachtet werden: Erstens gilt es die Determinanten des Wettbewerbs im Ratingmarkt zu erörtern, insbesondere welche Nebenwirkungen mehr Wettbewerb haben könnte. Eine zweite Fragestellung betrifft Voraussetzungen und Hindernisse für eine ausreichende Akzeptanz einer neuen europäischen Ratingagentur. Drittens soll im Zusammenhang mit der Diskussion um weitere Markteintritte auch hinterfragt wer-

den, was Ratingagenturen und Ratings leisten können und was nicht.

Oligopolistische Marktstruktur

Ein wesentliches Kennzeichen des Marktes für Ratingdienstleistungen sind hohe Eintrittsbarrieren, da das Geschäftsmodell mit ausgeprägten Skalen- und Verbundeffekten sowie geringen Möglichkeiten zur Produktdifferenzierung einhergeht. Die Marktakzeptanz erfordert große finanzielle Anstrengungen, ein Reputationsaufbau ist schwierig und benötigt Zeit, selbst wenn sich eine neue Agentur nicht als Vollanbieter, sondern nur in einer Nische (Region, Sektor) etablieren will. Investoren ziehen außerdem häufig eine geringe Anzahl standardisierter Ratings vor, um den eigenen Aufwand für Monitoring und Analyse in Grenzen zu halten. Schließlich dürften auch regulatorische Anforderungen zur Persistenz oligopolistischer Marktstrukturen beitragen. Allerdings ließ sich in den USA beobachten, dass der Ratingmarkt auch vor dem dort im Jahr 1975 eingeführten Status von »Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs)« angebotsseitig stark konzentriert war (vgl. White 2002).

Wettbewerb mit Maßnahmen gegen »Ratings Shopping« flankieren

Wenn ein ausgeprägterer Wettbewerb am Markt für Ratingurteile also schwer zu erreichen ist, wäre er denn wenig-



Erich Harbrecht*



Martin Wieland**

* Erich Harbrecht ist Leiter der Abteilung Internationales Finanzsystem der Deutschen Bundesbank.

** Martin Wieland ist Referent in der Abteilung Internationales Finanzsystem der Deutschen Bundesbank.

¹ Die Autoren geben in diesem Beitrag ihre persönliche Meinung wieder, die nicht notwendigerweise mit der Auffassung der Deutschen Bundesbank übereinstimmt.

tens wünschenswert? Hierfür spricht, dass die drei führenden Ratingagenturen ihre (Oligopol-)Gewinne in den Boomjahren vor den aktuellen Verwerfungen an den Finanzmärkten gerade mit Ratings und ratingnahen Beratungsleistungen im Segment strukturierter Finanzprodukte erheblich steigern konnten, ohne dass sie nach den mittlerweile zutage getretenen Qualitätsdefiziten mit steigender Konkurrenz rechnen müssten. Möglicherweise hätte ein breiteres Spektrum an Ratingeinschätzungen und -methoden Fehlentwicklungen schneller und klarer erkennen lassen. Ein in dieser Hinsicht positives Beispiel war die vergleichsweise kritische Bewertung von Constant Proportion Debt Obligations (CPDOs) durch die Agenturen Fitch und DBRS im Frühjahr 2007.

Mehr Wettbewerb in der Ratingbranche birgt aber auch Probleme, denn zwischen kurzfristiger Gewinnmaximierung und langfristigem Erhalt ihrer Reputation ist für die einzelnen Ratingagenturen zumindest ex ante ein Zielkonflikt angelegt. Wenn ein neuer Anbieter mit »besseren« Ratings versucht, Marktanteile zu gewinnen, könnten etablierte Ratingagenturen hierauf ebenfalls mit ungerechtfertigt hohen Ratings reagieren. Begünstigt wird dieser Prozess, wenn die Emittenten als Auftraggeber von Ratingeinschätzungen geräuschlos vorläufige Ratings anfragen können (»Ratings Shopping«), bevor sie sich für einen Anbieter entscheiden und das Rating schließlich veröffentlichen lassen. Tatsächlich legen neuere wissenschaftliche Arbeiten solche Effekte nahe. Zwei Beispiele: Der Ausbau der Marktpräsenz von Fitch im Unternehmenssegment hat am Markt offenbar zu tendenziell etwas »besseren« Ratings geführt (vgl. Becker und Milbourn 2009). Geringere Gewinnerwartungen für die Zukunft angesichts wachsender Konkurrenz lassen demnach bei den etablierten Ratingagenturen die Anreize zu kurzfristiger Gewinnmaximierung auf Kosten längerfristiger Reputationsüberlegungen steigen. Für bestimmte Klassen von strukturierten Finanzprodukten ist zudem zu beobachten, dass die Wahrscheinlichkeit für Ratingherabstufungen in den Jahren 2005 bis 2007 höher lag, wenn für die entsprechenden Tranchen lediglich Urteile *einer* Ratingagentur verfügbar waren. Auch dies kann als Indiz dafür gewertet werden, dass eine breitere Auswahl von Ratingurteilen, das heißt stärkerer Wettbewerb, eine Verzerrung von Ratingurteilen nach oben begünstigt (vgl. Benmelech und Dlugosz 2009).

Mit zunehmendem Wettbewerb in der Ratingindustrie wäre es daher wichtig, von regulatorischer Seite Vorkehrungen gegen ein »Ratings Shopping« zu treffen. Als geeignete Mittel könnten sich die Verpflichtung zur Zahlung der gesamten Ratinggebühr durch den Auftraggeber vor der ersten Analyse der Ratingagentur und vor allem eine Veröffentlichungspflicht für vorläufige Ratings erweisen. Hierdurch werden sämtliche Krediturteile für ein Unternehmen bzw. ein

strukturiertes Finanzprodukt bekannt, was einen kritischen Vergleich seitens der Nutzer von Ratings ermöglicht oder erleichtert. Die europäische Ratingverordnung sowie Gesetzesinitiativen in den USA greifen Elemente dieser Vorschläge bereits auf.

Forderung nach »Gegengewicht« zu US-Agenturen nicht sinnvoll

Die jüngste Finanzkrise eignet sich wenig zur Ableitung eines konkreten regionalen Handlungsbedarfs, denn die Fehleinschätzungen der Ratingagenturen bei strukturierten Finanzprodukten waren methoden- und produktspezifisch, nicht hingegen in einzelnen Regionen besonders ausgeprägt.

Die dominierende Stellung der amerikanischen Ratingagenturen geht vor allem auf die frühere und ausgeprägtere Kapitalmarktorientierung der US-Wirtschaft zurück, die einen höheren Bedarf für spezialisierte Institutionen zur Überwindung von Informationsasymmetrien nach sich zog. Der in dieser Hinsicht voranschreitende Aufholprozess in Kontinentaleuropa dürfte sich jedoch weiter fortsetzen – möglicherweise getragen durch eine weitere Substituierung von Bankkrediten durch Unternehmensanleihen. Dabei könnte es zu einer höheren Nachfrage nach erstmaligen Ratings im Segment kleinerer und mittlerer Unternehmen kommen, bei denen die Vorteile eines diversifizierten Zugangs zu Fremdmitteln stärker in den Vordergrund rücken. Vor diesem Hintergrund wäre eine prominentere Rolle europäischer Ratingagenturen zu begrüßen. Allerdings sollte das Argument der Nähe zu lokalen Märkten nicht überstrapaziert werden. Die Marktführer Standard & Poor's und Moody's arbeiten branchenorientiert und mit multinationalen Analyseteams, so dass der gelegentlich geäußerte Vorwurf einer fehlenden Aufgeschlossenheit gegenüber regionalen oder nationalen Spezifika kaum trägt. Selbstverständlich können Ratingagenturen angesichts unterschiedlicher Annahmen und Modelle bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit europäischer Emittenten zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen. So bewertet Fitch – eine Agentur mit amerikanischen und britischen Wurzeln sowie französischer Muttergesellschaft – die deutschen Bundesländer tendenziell mit einem höheren Rating als Standard & Poor's und Moody's. Dies bedeutet jedoch nicht, dass eine große europäische Ratingagentur Spielraum für eine systematisch bessere Bewertung europäischer Unternehmen oder Finanzaktiva hätte. Es kann daher nicht darum gehen, ein »Gegengewicht« zu den US-Agenturen zu schaffen. Wichtig sind international konsistente Rahmenbedingungen, die unabhängig von der nationalen Verankerung der Agenturen Anreize für eine hohe Qualität bei der Erstellung von Ratingurteilen fördern.

Präferenz für privatwirtschaftliche Lösungen

Die Chancen auf Akzeptanz einer neuen (europäischen) Ratingagentur dürften bei Ratingeinschätzungen für Staaten, kapitalmarktorientierte Unternehmen und strukturierte Finanzprodukte umso höher sein, je weniger sie dem Verdacht staatlicher Einflussnahme ausgesetzt ist. Ein Geschäftsmodell mit quasi-staatlichen Ratings würde wegen mangelndem Vertrauen in die Unabhängigkeit und Objektivität kaum Marktakzeptanz finden können. Dabei spielen Interessenkonflikte eine wichtige Rolle: Würde eine staatsnahe europäische Ratingagentur bei weiter steigenden Fiskaldefiziten angemessene Herabstufungen von Ratings vornehmen, die mit verschlechterten Finanzierungsbedingungen der betroffenen Länder einhergehen? Eine weitere Herausforderung für eine öffentliche Ratingagentur bestünde darin, kompetente Analysten anzuwerben und zu halten – ein schwieriges Unterfangen, zumal schon regelmäßig die etablierten Ratingagenturen einen Exodus qualifizierter Mitarbeiter in Richtung Bankensektor beklagen.

Erfahrungen in Deutschland nähren auch Zweifel an einem Modell mit staatlicher Anschubhilfe. Nach wenigen Jahren musste die mit einer Mehrheitsbeteiligung der Deutschen Ausgleichsbank gegründete Euroratings AG im Jahr 2002 ihre Geschäftstätigkeit, die auf mittelständische Unternehmen ausgerichtet war, wieder einstellen. Die Nachfrage nach deren Ratingurteilen war trotz vergleichsweise günstiger Konditionen zu gering, um einen profitablen Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten.

Trotz hoher Markteintrittsschranken sollte sich eine europäische Ratingagentur daher ohne gezieltes staatliches Eingreifen am Markt durchsetzen müssen. Denkbar wäre, dass ein Anstoß hierfür von einem Zusammenschluss großer Investoren ausgeht. Eine von der Investorensseite finanzierte Ratingagentur (Subskriptionsmodell) würde den Interessenkonflikt beseitigen, der im Modell der Bezahlung von Ratings durch den Ratingnehmer (»issuer pays«) angelegt ist. Allerdings muss bei einer Bezahlung der Ratings von der Nachfrageseite ein Trittbrettfahrerproblem in Kauf genommen werden, wenn die Ratingeinschätzungen auch weiterhin im gesamten Markt bekannt sein sollen. Nicht auszuschließen wären zudem Anreize zur Einflussnahme auf Ratings bei großen Investoren, die zum Beispiel ein Interesse an möglichst niedrigen Kapitalanforderungen haben dürften oder in einen breiten Kreis von (Investment Grade) Aktiva investieren wollen. Hier müsste man regulatorisch ähnlich gegensteuern wie zur Eindämmung eines möglichen »Ratings Shopping« durch die Emittenten.

Umgang mit Ratingurteilen verbessern – Eigenverantwortung der Investoren einfordern

Die Diskussion um die Etablierung einer europäischen Ratingagentur sollte nicht den Blick darauf verstellen, dass die

Nutzer von Ratings – Investoren und Regulierer – in der Pflicht sind, ihren Umgang mit Ratings zu überdenken. Banken und andere Investoren müssen ihre »Due Diligence« Prozesse weiter verbessern und externe Ratings nicht als Endpunkt, sondern als Ausgangspunkt für eigene Analysen verstehen. Dies gilt umso mehr, als das Ausmaß von »Due Diligence« negativ mit der Neigung der Ratingagenturen zur Erteilung zu guter Ratings korreliert sein dürfte (vgl. Bolton, Freixas und Shapiro 2009). Zu begrüßen sind auch Initiativen, die die Verwendung von Ratings in Regulierungen kritisch überdenken. Lösungen fallen jedoch oft schwer, da in vielen Fällen keine befriedigenden Alternativen zur Verfügung stehen. Zwar müssen Banken als Teil ihrer Risikoanalyse zukünftig (im Rahmen der Säule 2) auch bei Vorliegen externer Ratings im aufsichtlichen Standardansatz eine eigenständige Beurteilung des Kreditrisikos durchführen. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) spricht sich in seinem kürzlich veröffentlichten Konsultationspapier jedoch noch gegen die Anwendung bankinterner Risikomodelle als Alternative zu den Urteilen der Ratingagenturen für die Berechnung der Kapitalunterlegung von Verbriefungen aus. Die von den Banken verwendeten internen Modelle haben während der Finanzkrise ebenfalls keine angemessene Prognosegüte gezeigt, so dass auf externe Ratings zunächst nicht verzichtet werden soll (vgl. BCBS 2009). Langfristig könnten Regulierer jedoch noch überzeugender gegen eine unkritische Verwendung von Ratingurteilen durch Marktteilnehmer argumentieren, wenn eigene Bezugnahmen auf Ratings ebenfalls weiter eingeschränkt werden.

Fazit

Der oligopolistische Markt für Ratings macht die Schaffung einer europäischen Ratingagentur zu einem schwierigen Unterfangen. Um im Markt akzeptiert zu werden, müsste eine bedeutende europäische Ratingagentur wohl privatwirtschaftlich organisiert sein. Mehr Wettbewerb ist grundsätzlich zu begrüßen, zieht jedoch auch Handlungsbedarf gegen mögliche Nebenwirkungen wie die Ausweitung des »Ratings Shopping« nach sich. Wenn viele Nutzer von Ratings speziell in Boomphasen dazu neigen, Ratings unkritisch zu übernehmen, gehen zudem mögliche Vorteile einer größeren Ratingvielfalt ins Leere. Ein Mehrwert in Sachen Stabilität des Finanzsystems wäre durch die Existenz einer großen europäischen Ratingagentur kaum zu erwarten. Aus dem Blickwinkel der Finanzstabilität liegt eine wichtige Herausforderung in einer Reduzierung der zum Teil mechanistischen Verknüpfungen von Regeln und Regulierungen mit den Einschätzungen der Ratingagenturen. Besonders wichtig ist, dass die Diskussion über Vor- und Nachteile einer europäischen Ratingagentur nicht von der Kernforderung ablenkt, dass die Marktteilnehmer künftig mehr Eigenverantwortung im Sinne von angemessenem Risikomanagement und ausreichend Reserven praktizieren müssen.

Literatur

Basel Committee on Banking Supervision (2009), *Strengthening the resilience of the banking sector*, Consultative Document, Dezember, 55–60.

Becker, B. und T. Milbourn (2009), »Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry«, Harvard Business School Working Paper 09-051.

Benmelech, E. und J. Dlugosz (2009), »The Credit Rating Crisis«, NBER Working Paper 15045, Cambridge.

Bolton, P., X. Freixas und J. Shapiro (2009), »The Credit Ratings Game«, NBER Working Paper 14712, Cambridge.

EU (2009), »Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies«, Brüssel, 14. Juli.

White, L.A. (2002), »The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis«, in: R. M. Levich et al. (Hrsg.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Springer, Boston Mass., 41–63.



Ralf Elsas*

Ratings haben Defizite

Die Finanzkrise hat es offensichtlich gemacht: Die Ratings von Agenturen wie Moody's und Standard & Poor's haben Defizite, so schwerwiegend, dass die Rolle der Agenturen als »Gatekeeper« der Finanzmärkte in den Mittelpunkt regulatorischer und politischer Kritik geraten sind. Und hierfür gibt es gute Gründe:

- Die Ratings strukturierter Wertpapiere mussten zu Tausenden angepasst werden, als die Fehleinschätzung des Ausfallrisikos im Verlaufe der Subprime-Krise offenbar wurde.
- Der Markt für Wertpapier- und Unternehmensratings ist ein Oligopol – die drei Agenturen Moody's, Standard & Poor's sowie Fitch (deutlich kleiner im Marktanteil) dominieren mit riesigen Marktanteilen. Und dies ist ein profitables Geschäft – die operative Gewinnmarge von Moody's betrug beispielsweise im Jahr 2007 49% und lag selbst im Krisenjahr 2008 noch bei 42%.
- Schon die anekdotische Evidenz durch spektakuläre Unternehmenszusammenbrüche wie Enron und Parmalat ließen Zweifel an dem Informationsgehalt und der Aktualität von Unternehmensratings aufkommen. Neueste Evidenz belegt, dass Unternehmensratings *systematisch* wesentliche Bonitätsschocks bei Unternehmen nicht oder erst mit erheblicher Verzögerung (typischerweise von einem halben Jahr) widerspiegeln.¹
- Ratingagenturen sind die einzigen globalen Finanzintermediäre mit erheblicher Bedeutung für Kapitalmärkte und die Finanzsystemstabilität, die kaum einer Regulierung unterliegen. Bis vor der Finanzkrise wären umfassende Regularien, wie Basel II für Banken oder die kommende

* Prof. Dr. Ralf Elsas leitet das Institut für Finance and Banking an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

¹ Vgl. Elsas, R. und S. Mielert (2009), »Rating Validation based on Shocks to Firms' Credit Quality«, Working Paper, Ludwig-Maximilians-Universität München.

Solvency II für Versicherungsunternehmen, unvorstellbar gewesen.

- Es gibt empirische Hinweise, dass Ratingagenturen so genannte »unsolicited ratings« (ungefragte Ratings) dazu verwenden, durch einen systematisch negativen Bias in diesen Einschätzungen Unternehmen zum Abschluss eines Ratingsauftrags zu bewegen (so dass das Rating sich hierdurch verbessert).

Entsprechend werden vermehrt die Rufe nach einer umfassenden Regulierung von Ratingagenturen laut, häufig verbunden mit der Forderung, mehr Wettbewerb durch die Schaffung und Förderung neuer Agenturen zu etablieren, also beispielsweise durch eine neue »europäische« Ratingagentur.

Bevor jedoch ein angesichts der Krise populistisch getriebener und ökonomisch nicht fundierter Regulierungseifer einsetzt, bedarf es einer sorgfältigen Analyse des Handlungsbedarfs – die Kosten einer fehlgeleiteten Regulierung, die eine sinnvolle Informationsproduktion durch den Finanzintermediär Ratingagentur beschädigen, dürften potentiell hoch sein.

Brauchen wir Ratingagenturen? Theoretische und empirische Aspekte

Zunächst sollte in dieser Diskussion festgehalten werden, dass Ratingagenturen eine ökonomisch wertvolle Aufgabe wahrnehmen können – ihre unabhängige Einschätzung der Bonitätsrisiken von Unternehmen und Wertpapieren kann theoretisch helfen, mit hohen (Wohlfahrts-)Kosten verbundene Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Unternehmen zu mildern.

So besagt die Theorie der Finanzintermediation, dass Ratingagenturen durch Spezialisierungsvorteile sowie Skaleneffekte des Monitorings die Reibungsverluste auf unvollkommenen Märkten reduzieren können. Unabdingbar hierfür ist, dass ihre Einschätzung des Ausfallrisikos von Unternehmen glaubhaft ist – das grundlegende und gerade in der aktuellen Diskussion durch die Subprime-Krise wieder entdeckte inhärente Anreizproblem, dass die gerateten Unternehmen die Agenturen für ihre Einschätzung selber bezahlen (mit den entsprechenden Anreizen, für ein besseres Urteil mehr zu bezahlen) ist und war schon immer der wesentliche Aspekt der entsprechenden theoretischen Modelle. Dabei kommt die Theorie durchaus zu der Einsicht, dass dieses Anreizproblem lösbar ist:

- durch den Reputationsverlust, wenn eine solche »Bestechlichkeit« vom Markt entdeckt werden würde,
- oder durch andere Kontrollmechanismen, die dafür sorgen, dass die Kosten der Überwachung und regulato-

risch zielgerichteten Anreizsetzung den Intermediär ökonomisch günstiger sein lässt als eine dezentrale, von jedem Investor (oder anderen Institutionen) durchgeführte bilaterale Überwachung.

Die Herausforderung bei einer Übertragung dieser theoretischen Erklärungen auf die Realität liegt nun gerade in der Konkretisierung dieser Kontrollmechanismen. Gerade weil die Ratingagenturen private Information (d.h. Informationen, die anderen Marktteilnehmern inkl. Regulatoren nicht zur Verfügung stehen) über Unternehmen produzieren sollten, lässt sich eine potentielle Verzerrung einzelner Ratings quasi per Definition von Dritten nicht überprüfen. Zudem kommt das Problem, dass die Ratings von Agenturen im statistischen Sinne ein Schätzer für die »wahre«, unbeobachtbare Kreditqualität von Unternehmen sind und somit selber Zufallsvariablen darstellen. Statistische Schätzfehler (d.h. Fehleinschätzungen oder die Realisation schlechter Umweltzustände) müssen dann zwangsläufig eintreten. Entsprechend scheint nur ein systematisches Backtesting einer Vielzahl von Ratings für viele Unternehmen über lange Zeiträume eine Möglichkeit darzustellen, die Unverzerrtheit von Ratings direkt zu überprüfen. Hierbei kommt erschwerend hinzu, dass Unternehmensausfälle sehr seltene Ereignisse sind, so dass die Stichprobe zur Ratingvalidierung notorisch klein ist und entsprechend statistische Aussagen (Signifikanztests) nur sehr ungenau sein können. Erst in jüngster Zeit sind hier Ideen entwickelt worden, wie diese Backtestingprobleme durch ein geschicktes empirisches Design umgangen werden können, wobei die Grundidee im Wesentlichen darin liegen dürfte, die Zahl der für eine Validierung verfügbaren informativen Ereignisse zu erhöhen.

Die theoretische Forschung kommt aber auch noch zu einer wichtigen Einsicht, die in der aktuellen Diskussion gerne übersehen wird, (zu viel) Wettbewerb kann verhindern, dass Ratingagenturen ihre Überwachungsfunktion überhaupt wahrnehmen können. Tatsächlich wurde gezeigt, dass Monopolmacht (und die damit verbundenen Monopolgewinne) möglicherweise überhaupt erst die wesentlichen Anreize für eine Informationsproduktion setzen. Ökonomisch ist Wettbewerb von Finanzintermediären somit ein zweischneidiges Schwert. Die Monopolrenten könnten geringer werden (das Produkt Rating wird billiger), aber zugleich werden die Anreize reduziert, überhaupt Informationen (kostspielig) zu produzieren. Das ist aber gerade die Rolle eines Finanzintermediärs auf unvollkommenen Kapitalmärkten mit asymmetrischer Informationsverteilung.

Hinsichtlich der verfügbaren empirischen Evidenz über die Qualität der Ratingservices sowie der tatsächlichen Rolle von Ratingagenturen in der Finanzwirtschaft gibt es die Eingangs aufgezählten durchweg negativ zu bewertenden Erkenntnisse. Es gibt aber auch Belege für positive Effekte:

- Alleine die Größe des Ratingmarktes, die Bedeutung der drei großen Agenturen in der Investorenwahrnehmung sowie die durch die Subprime-Krise offensichtlich gewordene Vorgehensweise vieler institutioneller Kapitalmarktteilnehmer, ihre Kreditnehmerüberwachung quasi an die Agenturen zu delegieren, implizieren, dass die Einschätzungen der Agenturen wichtige Informationen für Investoren und Emittenten bereitstellen.
- Ökonometrische Studien haben gezeigt, dass Ratingveränderungen der Agenturen, wenn sie denn stattfinden, durch ökonomisch motivierte Faktoren erklärt werden können. Zudem zeigt sich, dass beispielsweise Aktienkurse von Unternehmen (bzw. Unternehmenswerte) durch die Ankündigung von Ratingänderungen (insbesondere Herabstufungen) beeinflusst werden. Dies steht im Einklang mit der These, dass Ratings für den Kapitalmarkt neue und relevante Informationen beinhalten.

Um diese positiven Ergebnisse wissenschaftlicher Forschung jedoch zu relativieren, sei nochmals auf die Untersuchung von Elsas und Mielert (2009) hingewiesen, die zeigt, dass für eine Stichprobe europäischer Unternehmen die Unternehmensratings von Standard & Poor's wesentliche und fundamentale Schocks in der Kreditqualität von Unternehmen systematisch nicht oder nur sehr zeitverzögert widerspiegeln. Mit anderen Worten ist die Informationssensitivität von Agenturrating sehr niedrig – ein ernüchterndes Ergebnis.

Brauchen wir eine europäische Ratingagentur?

Ratingagenturen sind wohl unverzichtbare Institutionen moderner Finanzsysteme, ihre Ratings weisen erhebliche Defizite auf, und die Agenturen sehen sich nur sehr eingeschränktem Wettbewerb ausgesetzt. Alles dies spricht dafür, dass der Ratingmarkt für weitere Agenturen geöffnet werden und eine sinnvolle Regulierung etabliert werden sollte. Da jedoch mehr Wettbewerb auf informationsgetriebenen Märkten ein zweiseitiges Schwert ist, scheint hier zumindest ein bedachtes Handeln angebracht.

Dazu kommen historische Erfahrungen, die zeigen, dass auch ein staatlich geförderter Markteintritt sehr schwierig sein kann, aufgrund der fehlenden Akzeptanz am Kapitalmarkt, bei der die Anforderungen an die Reputation und den Bekanntheitsgrad am Markt einer Agentur einen Markteintritt fast immer verhindern.² Diverse gerade durch die Politik motivierte Versuche in den letzten zehn Jahren, neue Ratingagenturen am Markt zu etablieren, sind entsprechend gescheitert – klassische Beispiele sind die deutschen Initia-

tiven zum Anschlag von Mittelstandsratingagenturen oder die Ratinginitiative von Deutscher Bank, Bertelsmann u.a. Anfang der neunziger Jahre.

Selbst wenn man neue Agenturen fördern würde, bleibt des Weiteren unklar, ob eine europäische Lösung angesichts der Vernetzung der internationalen Finanzmärkte (und Unternehmen) sinnvoll ist. Es wird in dieser (etwas lokalpatriotisch gefärbten) Diskussion zudem gerne übersehen, dass es schon längst eine ernst zu nehmende europäische Ratingagentur gibt – Fitch ist genau dies als Tochter der französischen Fimalac-Gruppe mit dem Aktivitätsfokus in Europa.

Angesichts der durch die Subprime-Krise offenbar gewordenen Defizite können diese Argumente jedoch nicht implizieren, dass kein Handlungsbedarf besteht. Allerdings sollten alle Maßnahmen darauf ausgerichtet sind, Marktstrukturen zu etablieren (und zu kontrollieren), welche die ökonomische Funktion von Ratingagenturen zielgerichtet bewahrt und gleichzeitig die strukturellen Defizite behebt.

Aus meiner Sicht erfordert dies eine Regulierung von Ratingagenturen, die Transparenz hinsichtlich der Geschäftsaktivitäten, Vergütungsstrukturen und der Eigenschaften des Produkts Ratings schafft. Für die notwendige Aufsicht über Ratingagenturen sind erweiterte Offenlegungspflichten gegenüber der Öffentlichkeit und Regulatoren unabdingbar (bspw. die Offenlegung des Umfangs bestehender Beratungsmandate mit Emittenten), wobei jedoch sichergestellt werden muss, dass Geschäftsgeheimnisse bewahrt werden können und die (marktgetriebene) Evolution von Ratingmethoden auch weiterhin möglich ist. Keinesfalls sollte man deshalb den Agenturen vorschreiben, wie sie Ratings erzeugen sollen, stattdessen sollte der Prozess der Erzeugung qualitativ geregelt und die Eigenschaften der Ratings durch ein systematisches Backtesting überwacht werden.

Hinsichtlich der Etablierung und Förderung weiterer Agenturen folgt hieraus ein notwendiges Umdenken. Man sollte nicht einen direkten Konkurrenten schaffen, sondern vielmehr eine Institution, die einerseits das Niveau der Informationsasymmetrien am Kapitalmarkt direkt vermindert und andererseits Regulatoren ein Instrument an die Hand gibt, dass eine Überwachung und Backtesting der Eigenschaften von Agenturratings ermöglicht.

Konkret könnte man sich diese neue Agentur als eine Art Rating-TÜV vorstellen. Dieser sollte auf der Basis etablierter statistisch/quantitativer Methoden unabhängig Ausfallwahrscheinlichkeiten von Unternehmen ermitteln und veröffentlichen, die als Benchmark auf öffentlich verfügbare Informationen basiert sind. Insbesondere für börsennotierte Unternehmen (und Branchen) stehen hierfür optionspreistheoretisch fundierte Verfahren zur Verfügung (so ge-

² Neben den hohen Reputationsanforderungen könnte ein anderer Grund des Scheiterns jedoch auch sein, dass – zumindest aus der Sicht von Investoren – schlicht kein Bedarf für weitere Ratingagenturen bestand (bzw. besteht).

nannte strukturelle Modelle), die auf der Basis von Marktpreisen (Aktienkurse und CDS-Preise) und Bilanzinformationen eine Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten ermöglichen. Es gibt inzwischen viel wissenschaftliche Evidenz, dass diese Modelle hinsichtlich ihrer Prognosegüte für Unternehmensausfälle den Agenturratings deutlich überlegen sind, insbesondere weil man durch die Verwendung von Marktpreisen den wohl effektivsten Mechanismus zur Verarbeitung von Informationen heranziehen kann – den Kapitalmarkt.

Für die regulatorische Validierung der Agenturratings steht dann mit den »Kapitalmarkt-ratings« ein mächtiger Vergleichsmaßstab zur Verfügung, mit dem die Agenturen konfrontiert werden können. Elsas und Mielert (2009) schlagen in diesem Zusammenhang des Weiteren vor, die Validierung nicht nur auf die kleine Zahl beobachtbarer Unternehmensausfälle, sondern stattdessen auf unter Verwendung der Kapitalmarkt-ratings identifizierte ökonomische Schocks in der Bonität von Unternehmen zu beziehen. Dies löst zwei wesentliche Probleme: Einerseits wird die Anzahl zur Validierung verfügbarer Ereignisse drastisch erhöht (was statistische Auswertungen beim Backtesting erheblich erleichtert), andererseits werden hierdurch nur temporäre (unwesentliche) Bonitätsänderungen ausgefiltert, die ansonsten das Backtesting als uniformatives »Rauschen« erschwert hätten.

Die wesentlichen Vorteile dieses »Rating-TÜVs« liegen dann darin, dass

- ein unabhängiges Backtesting der Produktqualität von Agenturratings durch »uniformierte« Dritte (z.B. Regulatoren) ermöglicht und ökonomisch fundiert wird;
- die verfügbaren Informationen über die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Unternehmen quantitativ und qualitativ für alle Kapitalmarktakteure verbessert werden;
- keine Verdrängung der privatwirtschaftlichen Ratingagenturen erfolgt, da es auch weiterhin lohnend sein wird, neue, private Informationen über Unternehmen zu produzieren;
- das Konzept sich sinnvoll in eine wirksame Regulierung des Ratingmarktes einfügt und relativ günstig umzusetzen wäre.

Die Rolle staatlicher Institutionen wäre, für diesen Rating-TÜV eine Unterstützung hinsichtlich der Reputation und Marktverbreitung sicherzustellen, was beispielsweise durch Unabhängigkeit bei gleichzeitiger Finanzierungssicherstellung (analog etwa zum Konzept der Deutschen Bundesbank) erreicht werden könnte.

Letztlich könnte diese Institution auch als europäische Lösung sinnvoll sein, da hier keine Verdrängung marktwirtschaftlicher Institutionen angestrebt, sehr wohl jedoch eine

Verbesserung der Disziplinierung von privaten Ratingagenturen ermöglicht wird.

Zusammenfassend ergibt sich, dass wir einerseits unbedingt eine ökonomisch fundierte Regulierung für Ratingagenturen brauchen und andererseits auch eine »europäische« Ratingagentur sinnvoll erscheint – aber eben anders strukturiert, als in der Diskussion bisher vorgeschlagen wurde.



Ottmar Schneck*

Prozessqualität vor Organisationsregeln

Vorab sei bemerkt, dass in jeder Krise Schuldige gesucht werden und gerade in politischen Diskussionen die Schuldfrage auf möglichst einfache und populistische Weise dargestellt wird. Ratingagenturen eignen sich hierfür ideal, sind sie doch in geringer Zahl unterwegs und dank ihrer eigenen wenig transparenten Organisationen und Prozesse ein idealer Sündenbock für Fehlleitungen von Kapital aufgrund sich nachträglich als falsch erwiesener Gutachten. Wer aber ohne Fehler ist, werfe den ersten Stein. Richtig ist, dass tausend- oder millionenfach zutreffend bewertet wurde und dies zu keinerlei Notiz. Richtig ist aber auch, dass gerade bei strukturierten Finanzprodukten die Methoden der Ratingagenturen nicht immer optimal waren und nun vielfach verifiziert und kalibriert werden. Wenn nun das vorliegende Oligopol aus wenigen international wahrnehmbaren Ratingagenturen als Grund für die Krise genannt wird, ist dies nur teilweise richtig. Das Grundproblem ist aber nicht die Anzahl der Agenturen, sondern die Systematik und der Prozess des Ratings. Auch bei Vorliegen eines Polypols mit Hunderten von Agenturen wäre die Frage zu stellen, WIE das Rating zustande kommt und welche Methoden hier angewandt werden. Ob die neue EU-Verordnung und der politische Wunsch nach Gründung einer europäischen Ratingagentur die richtige Fragestellung ist, darf doch bezweifelt werden.

Nun ist die EU-Verordnung Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen seit Dezember 2009 in Kraft. Darin wird gleich zu Beginn klargestellt, dass Ratingagenturen eine wichtige Rolle für Anleger, Kreditnehmer, Emittenten und Regierungen spielen. Es wird von Grundsätzen der Integrität, Transparenz und Rechenschaftspflicht sowie unabhängiger, objektiver und mit angemessener Qualität erstellter Ratings gesprochen. In Abschnitt 10 ist dann ein beachtlicher Satz zu lesen. Hier

heißt es wörtlich: »Die Nutzer von Ratings sollten diesen nicht blind vertrauen, sondern auf jeden Fall eigene Analysen vornehmen und zur Abwägung, in welchem Maße sie sich auf diese Ratings stützen, immer sorgfältig alle Unterlagen prüfen.« Na prima. Nun wissen wir auch, warum diese Verordnung so dringend nötig ist. Alle Vorschriften zur Methodik, dem Prozess und der strengen Systematik sind also dem Prüfungsvorbehalt des Anlegers unterstellt. Dies klingt analog der neuen Bundesregierung, die alle Maßnahmen unter einen Finanzierungsvorbehalt stellt.

Ratings sind also nach dieser EU-Verordnung vor allem von den mit dort genannten Kriterien akkreditierten Agenturen als verlässlich einzustufen, allerdings eben nur solange der eigene Verstand dies nachprüfen kann. Hier wurde also erneut ein institutioneller Ansatz gewählt, der die Kontrolle von Agenturen vorsieht, anstatt den Prozess und das Ergebnis zu standardisieren oder gar zu normieren. Ob vor diesem Hintergrund eine neue private oder staatliche europäische Ratingagentur dann noch zusätzlichen Nutzen stiften kann, bleibt mehr als fraglich. Solange Institutionen, die von sich behaupten, Schulden und Schuldner klassifizieren zu können, nicht Vorgaben bezüglich des Ratingprozesses erhalten, wird auch die Schaffung von mehr Wettbewerb im Ratingmarkt durch Gründung neuer Agenturen keinen Zusatznutzen bringen und schon gar keine künftigen Finanzmarktkrisen verhindern.

Nicht die Institution ist zu beaufsichtigen, sondern Mindeststandards des Ratingprozesses sind zu definieren. Es wird also Zeit, dass eine ISO-Norm den Ratingprozess standardisiert und sich Anleger darauf verlassen können, dass hier der Prozess valide und zuverlässig ist und nicht nur die Institution, in der diese Ratingnoten gebildet werden. Zu wünschen wäre auch, dass die Ratingnoten endlich einheitlich und standardisierte Aussagen vermitteln und nicht in aufwändigen Umrechnungstabellen von Agentur zu Agentur und Bank zu Bank vergleichbar gemacht werden müssen. Gerade beim Rating von Versicherungen ist eventuell diese Vergleichbarkeit besonders angesagt. Sind doch die Versicherungsnehmer den Heerscharen von Maklern, Vermittlern und Honorarberatern noch relativ hilflos ausgeliefert. Der Prozess und das Ergebnis der aktuell schon vorliegenden Versicherungsratings (Institutionen und Produkte) ist noch derart intransparent, dass sich Kunden hier ohne Standardisierung wohl dem Ratschlag der neuen EU-Verordnung anschließen müssen und diesen »nicht blind« vertrauen dürfen.

Sehr zu begrüßen ist daher, die Initiative des Bundesverbandes der deutschen Ratinganalysten und -advisor (BdRA), der vor zwei Jahren ein solches ISO-Normungsverfahren angeschoben hat und in dem aktuell 14 Länder mitwirken. Nun bleibt zu hoffen, dass in dem Abschlussdokument Ende des Jahres ausreichend Regularien zu einem validen, reliablen

* Prof. Dr. Ottmar Schneck ist Dekan an der ESB Business School, Hochschule Reutlingen.

und objektiven Ratingprozess enthalten sein werden, die dem Anleger und Gläubiger letztlich die nötige Sicherheit über die Zuverlässigkeit der Ratingnote gibt. Jede neu gegründete oder durch politischen Wunsch zu gründende Ratingagentur, ob europäisch oder international, sollte dann diesen Normen gehorchen und keine »Meinungsfreifahrtscheine« über Schuldnerbewertungen mehr ausgeben. Rating muss zuverlässiger werden. Mit vergleichbaren Noten, vergleichbaren Prozessen und Kriterien und schlicht einem nachvollziehbaren, dokumentierten, validen Prozess, der über den IOSCO-Code hinaus geht und analog dem IDW-Unternehmensbewertungsstandard SF1 zur Normalität bzw. Norm wird.

Fragen zur Organisation von Ratingagenturen stellen sich damit nicht mehr. Auch die Größe und Internationalität der Agentur ist nicht mehr entscheidend, wenn der Fokus auf die Qualität des Prozesses gelegt wird. Wagen wir ein neues Paradigma und fragen nach Validität, Reliabilität, Objektivität der Ratingprozesse und nicht nach Aufsicht und Organisation!