

---

# Rating-Agenturen: Fehlbar und überfordert

HANS-HELMUT KOTZ UND DOROTHEA SCHÄFER\*

---

Hans-Helmut Kotz, SAFE Policy Center, Goethe Universität, Frankfurt a. M. und Center for European Studies, Harvard University,  
E-Mail: kotz@ifk-cfs.de

Dorothea Schäfer, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung und Jönköping International Business School, Jönköping  
University, E-Mail: dschaefer@diw.de

---

**Zusammenfassung:** Seit der zweiten Hälfte der 1990er gab es drei gravierende Finanzkrisen, jeweils mit einer erheblichen Beteiligung der Rating-Agenturen (RAs). Im Lichte der erzielten Ergebnisse entsprechen RAs nicht ihren Leistungsversprechen. Sie erweisen sich als fehlbar und überfordert. Das ist angesichts der Aufgabe, der sie sich widmen (Kreditwürdigkeitsprüfung), unvermeidlich. Es gilt allerdings auch für ihre Substitute. Dennoch kam es über die Jahrzehnte zu einem erheblichen Bedeutungszuwachs der RAs. Ein zentraler Grund dafür ist deren „administrierte Zwangsnutzung“, die durch die Verankerung von Ratingurteilen in Gesetzen und Regulierungen etabliert wurde. Dabei sind Rating-Märkte systematisch imperfekt oder unvollständig. Es kann nur eine stark begrenzte Zahl von Rating-Anbietern geben. Die RA-Märkte weisen Öffentliche-Guts-Kennzeichen auf: Ihre Nutzung ist nicht-ausschließbar und auch nichtrivalisierend; es gibt Losgrößenvorteile und Netzwerkexternalitäten. Eine solche Marktstruktur legt bindende öffentliche Rahmenvorgaben sowie eine (ergänzende) Selbsterstellung durch öffentliche Institutionen und/oder regulierten Wettbewerb um Ratingmandate (verpflichtenden Fremdbezug) nahe. Die umfangliche Referenz auf RA-Urteile in öffentlichen Vorgaben ist nicht begründbar. Sie sollte weitestgehend reduziert werden.

**Summary:** Since the second half of the 1990s, three major financial crises occurred, each with a significant involvement of rating agencies (RAs). Their rather poor performance palpably shows that they did not live up to their promises. RAs have proven to be fallible and overburdened. Given the task to which they devote themselves (evaluation of creditworthiness), this is somewhat inevitable. However, the same also holds true for their functional substitutes. Nonetheless, the importance of RAs has substantially increased over the decades. A decisive reason for this is their administered or “compulsory usage”, an immediate consequence from hardwiring their judgments in laws and regulations. This, notwithstanding the fact, that the rating market is systematically imperfect or incomplete. Only a very limited number of rating providers can exist. The RA-market shows features of a public good: rating information is non-exclusive and non-rival, and economies of scale and network externalities exist. Thus, such a market structure suggests either a binding public regulatory framework. Or (autonomous) public institutions might provide (supplementary) ratings, and/or a regulated competition for mandatory external ratings could be initiated. Hence, the prevailing extensive reference to RAs' opinions in regulatory prescriptions is not justifiable. It should be largely eliminated.

→ JEL Classification: G01, G12, G14, G22, G28

→ Keywords: Credit rating agencies, financial crisis, financial regulation

Wir danken Marius Kokert für seine Unterstützung.

## I Einleitung: Aus Schaden klug?

In den vergangenen gut anderthalb Jahrzehnten lieferten die Rating-Agenturen drei Mal Anlass für intensive öffentliche Kritik. Stets, weil sie ihr zentrales Versprechen, die Ausfallwahrscheinlichkeit von Schuldnern korrekt abzubilden, nur unbefriedigend eingelöst hatten. Im ersten Fall, der 1997 ausgebrochenen Asienkrise – die sich dann zu einer Russland- und Hedgefonds-Krise (LTCM) ausweitete –, standen erhebliche Fehleinschätzungen von Länderrisiken im Mittelpunkt. Einige der betroffenen asiatischen staatlichen Schuldner waren noch im sogenannten Investment-Grade Bereich der Rating-Skala, als ihre Verbindlichkeiten schon zahlungsgestört waren (Reisen und von Maltzan 1999, Goldstein et al. 1999). Das nächste große Versagen wurde den Kreditwürdigkeitsprüfern in 2001 attestiert. Exemplarisch ist der Fall von Enron (Coffee 2003), einer Energie-Handelsfirma, die noch vier Tage vor ihrem Bankrott am 2. Dezember 2001 (in den USA) als geeignet für die Anlage von staatlich regulierten Finanzintermediären (Banken, Pensionskassen und so weiter) eingestuft wurde. Tatsächlich hatten die Agenturen von den zehn größten Unternehmenszusammenbrüchen jenes Jahres (WorldCom, K-Mart, Global Crossing und so weiter) keinen einzigen auf dem Bildschirm.

Das bei weitem gravierendste Fehlurteil, gemessen an den Folgekosten, unterlief den Agenturen aber vor dem Hintergrund der im Sommer 2007 ausbrechenden Krise der strukturierten Kreditprodukte. Diese nahm ihren Ausgang bei U. S.-Hypotheken mit schwacher Bonität (also höherer Ausfallwahrscheinlichkeit), reichte aber weit darüber hinaus, betraf am Ende den gesamten Markt für forderungsbesicherte Wertpapiere (und dann offenkundig die gesamte Wirtschaft). Binnen weniger Monate wurde eine Vielzahl verbriefter Forderungen, die zuvor von den Agenturen mit dem höchsten Gütesiegel (also einem AAA) ausgestattet waren, auf Hochrisikoniveau herab gestuft. Viele von diesen Zahlungsversprechen mit vermeintlich verschwindend geringem Risiko fielen gänzlich aus.

Mit dieser Unsicherheit waren Folgewirkungen verbunden, die über den Interbankengeldmarkt sowie die Repomärkte (Großeinlagen, die mit Wertpapieren, aber eben nicht staatlich abgesichert sind) transportiert wurden. Der stille Ansturm der institutionellen Einleger (Versicherungen, Pensionskassen, Geldmarktfonds, Hedgefonds und so weiter), die ihre fälligen Leihgeschäfte nicht prolongierten, also auslaufen ließen, führte am Ende bis zur Nahezu-Impllosion des Finanzsystems im Herbst 2008 (Lehman-Insolvenz, AIG-Rettung – oder, bei uns, IKB, HRE, WestLB und so weiter).

Den Rating-Agenturen wurde eine erhebliche Mitverantwortung an der schwersten Finanzkrise seit den 1930ern zugebilligt. Im jüngsten Falle nicht nur, weil sie die Zahlungsversprechen, die etwa mit den CDOs (Collateralized Debt Obligations und ähnlichen forderungsbesicherten Instrumenten) verbunden waren, eklatant falsch eingeschätzt hatten. Sondern vor allem auch, da sie bei deren Strukturierung ausschlaggebend beteiligt waren. Mithin konnten sie eine Mitverantwortung für deren Ausfälle nicht einfach abstreiten. Damit war zugleich ein allzu offensichtlicher, dennoch über Jahre problemlos geduldeter Interessenkonflikt verbunden (Coffee 2011). Denn es ging darum, die Finanzkonstrukte so zu gestalten, dass – den Regeln der Rating-Agenturen (gerade noch) genügend – möglichst viele hochwertige Wertpapiere (sprich: Verbindlichkeitschichten) entstanden. Damit waren sie für deren Emittenten besonders wertvoll, weil sie auf eine hohe, auf eine bestimmte Weise administrierte Nachfrage von regulierten beziehungsweise beaufsichtigten Gläubigern trafen. Investoren fanden sie gleichfalls nützlich, da sie trotz hoher (attestierter) Bonität eine Prämie im Vergleich zu identisch eingestuften Wertpapieren abwar-

fen. Dieser Zinsaufschlag signalisierte allerdings zugleich, dass der Markt von einem höheren Ausfallrisiko ausging. Ein Risiko, dass die Marktteilnehmer – wie wir im Nachhinein wissen – offenkundig massiv unterschätzten.

Vor der Kulisse der Großen Finanzkrise und anschließenden Großen Depression ist es wenig erstaunlich, dass die Politik in den USA (Dodd-Frank Gesetz) und Europa (Europäisches Parlament, Kommission) auch die Rolle der Rating-Agenturen ins Auge fasste. Das gilt auch für den Koalitionsvertrag der neuen Bundesregierung, der Rating-Agenturen zutreffend „eine zentrale Machtstellung auf den Finanzmärkten“ bescheinigt. Sie bedürften „daher einer strengen Regulierung. Die Bundesregierung wird sich für eine effektive Anwendung der zivilrechtlichen Haftungsregelungen für Rating-Agenturen einsetzen und die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Rating-Agenturen fördern. Wir wollen die Rechtsnormen reduzieren, die eine Einschaltung der drei großen Rating-Agenturen vorschreiben. Wir wollen auch die Bedeutung externer Ratings reduzieren“ (CDU, CSU und SPD 2013: 63).

Verwunderlich (besser: erklärungsbedürftig) ist dagegen, dass den Agenturen dennoch für lange Zeiten nahezu ein Nimbus der Unfehlbarkeit zugebilligt wurde. Dazu passte auch, dass sie ein mit der Zeit immer mehr zunehmendes Gewicht in der Regulierung der Finanzmärkte bekamen. Und zwar dadurch, dass ihre Urteile in Anlagevorschriften oder bei der Festlegung der Eigenkapitalerfordernisse in Gesetzen, Durchführungsverordnungen sowie Anlagerichtlinien Eingang fanden. Deshalb sind unzählige finanzielle Entscheidungen durch Ratingnoten beeinflusst, angefangen von den Dispositionen privater Haushalte und Pensionsfonds, über die Kapitalunterlegung durch Banken, bis hin zu den Sicherheiten, gegen die etwa die Europäischen Zentralbank ihre Liquidität zur Verfügung stellt.

Diese Anbindung wurde zum ersten Mal deutlich im Nachgang der Asienkrise kritisiert. In der Europäischen Union gab es, nach dem erheblichen Versagen der RAs Anfang der 2000er, dann auch gesetzgeberische Ansätze des Europäischen Parlaments (im Zusammenhang mit dem Financial Services Action Plan). Diese verliefen allerdings im Sande. Tatsächlich wurde der Rückgriff auf das Urteil der Agenturen sogar intensiviert, nicht zuletzt bei Basel II, dem Regelwerk zur (unter anderem) Festlegung der Eigenkapitalanforderungen an Banken. Aber auch die Notenbanken griffen, statt ein eigenständiges Krediturteil zu entwickeln, bei ihren Sicherheitsstandards, bis weit über den Ausbruch der Krise hinaus, auf die Einschätzung der Agenturen zurück. Und natürlich taten dies institutionelle Anleger. Diese sahen sich, im Nachhinein und ironischerweise, dann der Kritik ausgesetzt, sie hätten zu wenig Wert auf eine selbstständige Kreditwürdigung gelegt.

Erst die „Nord-Atlantische Krise“ (Willem Buiter) zwang zum Umdenken. Unter dem Druck der Verhältnisse senkte die EZB ihre Anforderungen bei der Hereinnahme von Sicherheiten (für die Bereitstellung von Zentralbankgeld) unter die (von Rating-Agenturen ermittelte) und erstmalig in 2009 kommunizierte Schwelle von A-. In den USA verlangt der Dodd-Frank Act von 2010, dass der Bezug auf die Einschätzung der Agenturen aus der öffentlichen Regelsetzung entfernt werden soll (Chappe und Semmler 2012), eine weitestgehend noch umzusetzende Forderung. In der EU gibt es, angestoßen durch das Europäische Parlament, ähnliche, allerdings bislang ebenso wenig präziserte, geschweige denn implementierte Vorstellungen.

Im Folgenden wollen wir drei zusammenhängende Fragekomplexe erörtern: Erstens, was ist die Funktion, die Rating-Agenturen erfüllen und in welcher marktstrukturellen Umgebung agieren

sie? Zweitens: Was leisten sie tatsächlich beziehungsweise in welchem Umfang genügen sie den gegenüber ihnen bestehenden Erwartungen? Schließlich, drittens, die Politikfrage: Sofern Rating-Agenturen systematisch überfordert sind, gibt es andere Institutionen – funktionale Substitute – auf die Anleger, Emittenten und nicht zuletzt Regulatoren zurückgreifen könnten? Damit ist auch Erörterung der im Koalitionsvertrag vorgeschlagenen Lösungen verbunden.

## 2 Funktion, Substitute und Marktstruktur

Die externe Finanzierung von Investitionen in Realkapital durch Sparer kann entweder direkt über die Kapitalmärkte oder indirekt mittels Finanzintermediären erfolgen. Im ersten Fall greifen Unternehmen für Investitionsausgaben, die über den intern erwirtschafteten Cash-Flow hinausgehen, direkt auf die Kapitalmärkte zu. Endkreditnehmer und -geber – letzteres sind die Sparer – treten also in unvermittelten gegenseitigen Austausch, ohne Umweg über Finanzintermediäre. Das heißt, Haushalte investieren ihr überschüssiges laufendes Einkommen in sogenannte primäre Wertpapiere (Tobin und Golub 1998). Erst als Folge der zwischen Endkreditnehmern und -gebern divergierenden Präferenzen hinsichtlich Risiko, Umfang und Laufzeit einer Finanzierung/Anlage kommen Finanzintermediäre ins Spiel. Sie spezialisieren sich auf das Geschäft der Informationsauswertung, Risikodiversifizierung und Fristentransformation. Um ihre Forderungen gegenüber Endkreditnehmern zu finanzieren, deren primäre Wertpapiere sie kaufen, emittieren Banken Forderungen gegen sich selbst (sekundäre Wertpapiere) und verkaufen diese an Haushalte. Beispielsweise lassen sich Sichtguthaben bei einer Bank als solche „sekundären Wertpapiere“ auffassen. All dies führt zu einer kostengünstigen Erleichterung der Zusammenführung von Kreditnehmern und -gebern, mit positiven Effekten für die Wertschöpfung.

### 2.1 Funktion

Was ist nun besonders an Rating-Agenturen? Was unterscheidet sie (funktional, in ihrem Dienstleistungsangebot) von anderen Intermediären? Rating-Agenturen dienen dem Zweck, die Kreditwürdigkeit von Schuldnern, die verbrieft und handelbare Verbindlichkeiten an Kapitalmärkten platzieren wollen, zu bemessen. Sie schätzen die Wahrscheinlichkeit von Verlusten und, möglicherweise, auch deren Umfang, im Falle eines Ausfalls (*loss given default*), ein. Damit bearbeiten sie Probleme, die aus ungleich verteilten Informationen zwischen prospektivem Schuldner und potentiellm Kreditgeber herrühren (Stiglitz und Weiss 1990). Das sind generelle Aufgaben der Vermittlung zwischen Sparern und Investoren, denen sich offenkundig auch weitere Informationsintermediäre widmen.<sup>1</sup>

Sparer delegieren die Einschätzung der Kreditwürdigkeit von Endkreditnehmern oft, in dem sie in Ansprüche gegen Intermediäre (sekundäre Wertpapiere) investieren (Diamond 1984). Hierdurch entledigen sie sich zweier Aufgaben: Vor Vertragsabschluss vertrauen sie den Intermediären die Auswahl der kreditwürdigen Vertragspartner (die Screening-Funktion) an. Nach Vertragsabschluss und Transfer der Mittel übertragen sie ihnen die Überwachung, ob die vereinbarten vertraglichen Verpflichtungen eingehalten werden (Monitoring-Funktion). In beiden

<sup>1</sup> Siehe zum Folgenden zum Beispiel auch die sehr guten Lehrbücher von Hartmann-Wendels et al. 2010 sowie Greenbaum und Thakor 2007.

Aufgabenbereichen haben Intermediäre generell einen komparativen Vorteil gegenüber einzelnen Haushalten. Das gilt insbesondere für Banken, vor allem auch relativ zu anderen Vermittlern (Fama 1985, Diamond 1991). Schumpeter sprach in diesem Zusammenhang (viel bildhafter) von einer Ephoren- oder Türwächter-Rolle des Bankiers (Schumpeter 1911 [1993]: 140). Stiglitz und Weiss (1990) bezeichnen Banken als „gesellschaftliche Buchhalter“.

Der zweite Weg, Sparer und Kreditnehmer zusammenzuführen, umgeht die Bankbilanzen. In diesem Fall investieren Haushalte direkt in (primäre) Wertpapiere, das heißt Anleihen (und Aktien), jener Firmen, die Investitionen in Realkapital finanzieren wollen. Es sind insbesondere die großen, häufig international tätigen Unternehmen, die diesen Weg beschreiten und sich über Schuldverschreibungen am Kapitalmarkt oder durch die Emission von, zum Beispiel, (kurzfristigen) Commercial Paper refinanzieren. Doch obwohl diese Emittenten üblicherweise eine lange Geschichte und transparente Bilanzdaten vorzuweisen haben, sind die Probleme hinsichtlich der Bewertung und laufenden Überwachung ihrer Kreditwürdigkeit – der Fähigkeit und Bereitschaft den eingegangenen (Zahlungs-)Verpflichtungen nachzukommen – zahlreich. Hier gewinnen nun andere Informationsvermittler eine Rolle, und zuvorderst die Rating-Agenturen.

Letztere bieten an – wiederum im Wettbewerb mit weiteren Informations- und Reputationsintermediären (Analysten, Beratern, Investmentbanken und so weiter) –, die relative Qualität von Ansprüchen zu würdigen, die auf den Finanzmärkten gehandelt werden. Diese noch zu generierenden Zahlungsströme sind prinzipiell unsicher. In erster Annäherung ist es üblich, diese Unsicherheit in eine bestimmte Sicht auf Risiken zu übertragen: Man unterstellt, die Finanzmärkte würden Renditen (Gewinn- und Verlustverteilungen) generieren, die im Wesentlichen normal verteilt sind. Dann können die Versprechen über den künftigen Ertrag mit dem Mittelwert und der Streuung um diesen gekennzeichnet werden. Schiefe und Wölbung der Renditekurven werden vor die Klammer gezogen.

Das ist eine für den analytischen Einstieg natürlich legitime Abstraktion. Wirkliche Daten verhalten sich allerdings nicht so. Tatsächliche Renditen sind rechtsschief (insbesondere haben sie links, bei den niedrigen (negativen) Renditen hohe, und viel zu viele Ausreißer). Sie weisen zudem eine hohe Wölbung auf. Vor allem gibt es immer wieder Phasen mit besonders hoher Marktvolatilität, Situationen, die zumeist abrupt entstehen und die durch intensive Ausschläge gekennzeichnet sind. Bei Finanzzeitreihen streut also die Varianz, sie hängt vom betrachteten Zeitraum ab, ist also zeitvariant.<sup>2</sup> Es kommt zu Klumpenbildung: starke Kursänderungen führen zu verstärkten Ausschlägen. Auf geringe Bewegungen folgen in der Regel niedrige Ausschläge. (Natürlich ist nicht jeder dieser Klumpen mit einer systemweiten Krise verbunden.) Diese nicht-konstante Streuung kann man mit jeder beliebigen Finanzdatenreihe – etwa dem VIX-Index, dem Angstthermometer für US-Aktien – illustrieren. Man sieht es aber auch in Prämien, die Anleger zur Versicherung gegen Bankausfälle bezahlen mussten (Abbildungen 1a und 1b).

Aus Sicht eines Investors sind die Attribute eines einzelnen Vermögenswertes nur in dem Maße relevant, wie sie die Eigenschaften des Gesamtportfolios von Ansprüchen ändern, in das sie integriert werden. Verfügen Investoren mithin über ein gut gestreutes Portfolio von Ansprüchen, sind die Besonderheiten eines einzelnen Versprechens nicht entscheidend. Letztendlich ist es

<sup>2</sup> Zu dem Phänomen, der von ihrem Vorperiodenwert abhängenden Volatilität (ARCH-Modelle), gibt es nicht nur eine umfangreiche empirische Literatur. Die Verfahren werden insbesondere seit langem an den Finanzmärkten für Absicherungs- und Handelszwecke eingesetzt (Hull 2009).

Abbildung 1a

### CDS-Prämien für Banken

In Basispunkten

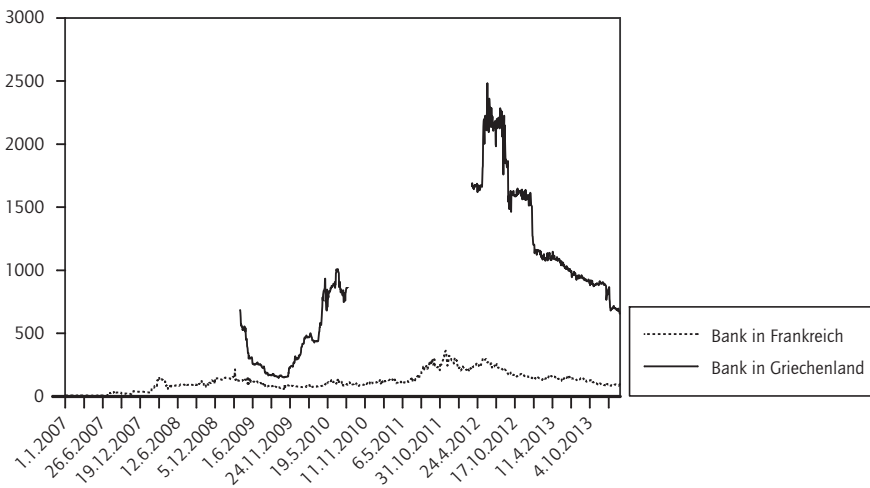


Abbildung 1b

### ... und tägliche Änderung

In Basispunkten

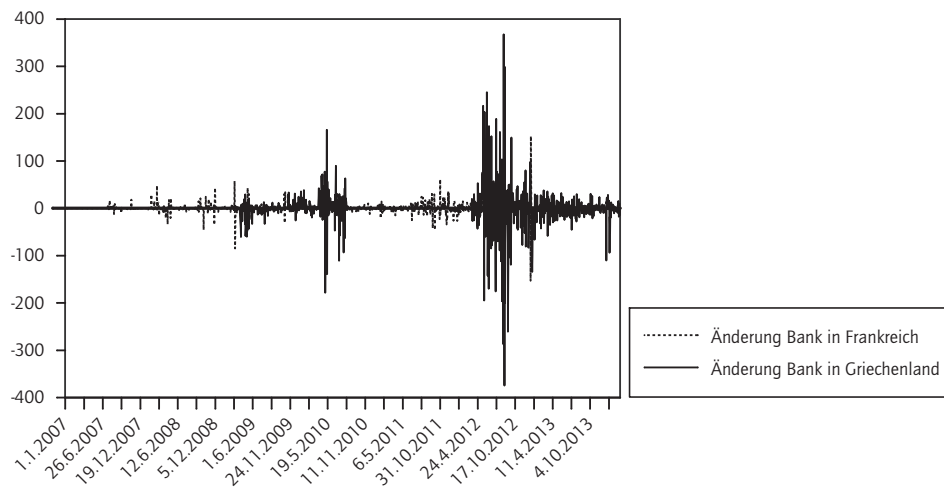


Abbildung 1a zeigt die Prämie, die Anleger entrichten mussten, um sich gegen den Ausfall einer Bank in Frankreich bzw. Griechenland versichern zu können; Abbildung 1b bildet die täglichen Änderungen dieser CDS-Prämie ab. Die Klumpenbildung ist deutlich zu erkennen. Sie ist besonders ausgeprägt bei der hier zu Illustrationszwecken benutzten griechischen Bank.

nur das systemische – also marktbezogene, eben nicht individuelle – Risiko, für das Anleger bezahlt werden. Letzteres können sie wegdiversifizieren. Zu den Bestimmungsfaktoren von ers-

terem, dem Marktrisiko, zählen das Risiko der Branche, in welcher ein Unternehmen tätig ist, das makroökonomische Umfeld sowie die Position im Zyklus, gemessen zum Beispiel durch die Abweichung des tatsächlichen vom Potentialwachstum. Gleichzeitig ist damit aber auch ein erheblicher Teil des Unternehmensrisikos durch Nichtunternehmensmerkmale bestimmt. Es korreliert mit einem gemeinsamen, systemischen Ausfallrisiko. Das aber ist nicht diversifizierbar – auch nicht durch Strukturierung (Longstaff und Rajan 2008). Kreditausfälle kommen ebenfalls in Klumpen.

Märkte sind effizient, sofern alle relevanten Informationen durch Kauf- oder Halte-Entscheidungen in die aktuellen Kurse Eingang gefunden haben. Für die Einschätzung von Unternehmen etwa sollte der Zusatznutzen einer ergänzenden, auf das individuelle Unternehmen bezogenen Informationsauswertung deshalb eher klein beziehungsweise kaum existent sein. Sofern Informationen gleich verteilt sind, für alle Interessierten transparent und kostenlos zugänglich, fehlt informationsverarbeitenden Instituten, etwa Rating-Agenturen, damit die Existenzgrundlage. Die Rechtfertigung für deren Existenz – wie jene weiterer Finanzintermediäre (Banken, Versicherungen, Investmentfonds und so weiter) – finden sich folglich in Marktunvollkommenheiten (Gehrig 1993). Reale Märkte sind imperfekt aus dem Blickwinkel eines einfachen Modells. Dort werden diese Probleme, aus einer Modellperspektive natürlich vollkommen legitim, per Annahme vor die Klammer gezogen (Stiglitz und Weiss 1990). Realiter ist Information aber eben nicht kostenlos verfüg- und auch nicht interpretierbar. Das tatsächliche Geschäftsmodell der Informationsintermediäre basiert genau auf diesen nicht beliebig reduzierbaren Marktfraktionen, die in Transaktionskosten zum Ausdruck kommen. Sie stellen die Einkommensquelle für diese Dienstleister dar.

Rating-Agenturen spezialisieren sich auf das Sammeln und Einschätzen kreditrelevanter Informationen. Sie haben grundsätzlich Vorteile gegenüber individuellen Anlegern, für die sich das Bereithalten der erforderlichen Informations- und Bewertungsinfrastruktur nicht rechnet. Würden diese es dennoch tun, so würden sie ohne Kompensation Informationen für Dritte produzieren, die Trittbrettfahrer dürften. Dadurch, dass derartige Überprüfungs- und Einschätzungsleistungen von Informationsintermediären bereitgestellt werden, die vor allem mit vermuteten komparativen Vorteilen ausgestattet sind, steigt die Bereitschaft von Anlegern zum Engagement und damit auch die Liquidität der Märkte. Diese werden breiter, tiefer und robuster (können folglich Schocks besser absorbieren), die Geld- und Briefspannen mithin enger. Damit erlauben Rating-Agenturen Unternehmen und Staaten, Mittel zu günstigeren Konditionen aufzunehmen. Sie vermitteln zwischen zwei Marktseiten, die andernfalls, aufgrund ungleich verteilter Informationen, nur Transaktionen in weit geringerem Umfang tätigen würden.

Kurzum: Ratings sind dann zweckgerecht, wenn sie Kreditausfallrisiken adäquat abbilden, durch Transparenz die Kapitallokationsentscheidungen verbessern und damit im Prinzip auch die Bildung von Preisblasen zumindest abschwächen können.

## 2.2 Substitute und Reputationskapital

Derartige Einschätzungen über die Bonität von Schuldern werden offenkundig auch von Anleihezeichner oder Kreditinstituten entwickelt. Aus deren Interaktion an Märkten ergeben sich dann nach Ausfallrisiken gestaffelte Zinsen (beziehungsweise, die Kehrseite des Bruchs, Kurse). Riskantere Schuldner zahlen höhere Zinsen, die von ihnen begebenen Schuldverschreibungen werden zu niedrigeren Kursen gehandelt. Bei Anlegern und Kreditinstituten ist die Kreditwür-

digkeitsprüfung, für den Fall, dass sie positiv ausfällt, allerdings auch mit einer Kreditvergabe verbunden (Stiglitz und Weiss 1990). Kreditwürdigkeitsprüfung und Kreditvergabe sind hier Kuppelprodukte. Insofern haben sie mehr Gewicht. Die Kreditvergabe ist deshalb zugleich ein positives Signal für andere Finanziers, etwa für Aktionäre. Folglich sind Bankkredite besonders (Stiglitz und Greenwald 2004). Die sogenannte *uniqueness of loans* wurde auch empirisch dokumentiert (James 1987). Der Verifikations- und Zertifizierungswert ist besonders hoch bei kurzfristigen (nicht im Verbund mehrerer Banken (Club) herausgelegten, also nichtsyndizierten) Krediten, die ja regelmäßig erneuert werden müssen (Focarelli et al. 2008). Die Kreditgeber überwachen die Schuldner, deren Fähigkeit den Zusagen vertragsentsprechend zu genügen, im eigenen Interesse intensiv.

Das ist natürlich das Modell des (langweiligen) klassischen Kreditgeschäfts. In diesem wurden die Forderungen bis zu ihrer Endfälligkeit auf der Bankbilanz gehalten. Deshalb hatte ein durch Kreditvergabe (und wiederholte Prolongation) bekundetes Urteil einen besonders hohen Verbindlichkeitsgrad: Banken setzten eben ihr eigenes Kapital auf ihre Einschätzung.

Das tun Rating-Agenturen zwar auch, allerdings ist es in deren Falle ein Kapital (tendenziell) anderer Qualität: Reputationskapital. Dabei besteht offenkundig ein Anreiz zur möglichst korrekten Einschätzung. Denn mit der Rolle des Reputationsintermediärs sind künftige Einnahmeströme (Renten) verbunden (Coffee 2003). Fehleinschätzungen, die zu Reputationsverlusten führen, haben potentiell negative Folgen für die Gewinn- und Verlustrechnung, die Rating-Agenturen natürlich vermeiden wollen. Bei Kreditinstituten sind die Anreize allerdings zwingender. Fehlurteile schlagen sich recht unmittelbar im Ergebnis nieder. Hinzu kommt, dass Rating-Agenturen für Fehleinschätzungen nicht belangt werden können. Sie deklarieren ihre Urteile bewusst als Meinungen. Denn dann können sie sich in den USA, sofern ihr Urteil sich im Nachhinein als falsch erweist, auf das Recht zur freien Meinungsäußerung berufen (*first amendment*). Mithin können sie nicht haftbar gemacht werden. Angesichts des tatsächlichen Schadensumfangs von Finanzkrisen können sie es prinzipiell nicht. Gegeben die Häufigkeit und den Umfang von Krisen würde sich kaum ein gewinnmotivierter Investor finden, der in diese Option investieren würde.

### 2.3 Marktstruktur

Der Rating-Markt war bis Mitte der 2000er ein enges Oligopol (White 2013, zur Historie vor allem Sylla 2002). Er ist es immer noch. Vor allem drei Agenturen – Standard & Poor's, Moody's und Fitch – dominieren ihn, nahezu seit Beginn. Die beiden großen haben einen Anteil von etwa 40 Prozent, Fitch liegt bei circa 15 Prozent. Unter ferner liefen sind Agenturen wie A. M. Best, Dun Bradstreet oder Egan-Jones einzuordnen. Im Jahr 2013 wurde von gut 3 300 Analysten die Werthaltigkeit von etwa 2,6 Millionen Forderungen eingeschätzt und verfolgt.

Das ist, gemessen an der Zahl der pro Analyst benoteten Anleihen, offenkundig eine sehr produktive Industrie (Tabelle 1).<sup>3</sup> Aber worin besteht ihr Wertschöpfungsbeitrag? Welche Marktnachfrage befriedigen sie? Zu Anfang schien dies eine einfach zu beantwortende Frage. John Moody konnte sein Manual (über Eisenbahnanleihen) verkaufen, weil er Anlegern in einer intranspa-

3 Daraus wird gelegentlich geschlossen, dass die RAs nicht genügend Ressourcen einsetzen. Deren Analysten werden zudem im Vergleich zu gleichen Rollen bei Investmentbanken (von Hedgefonds nicht zu sprechen) deutlich schlechter bezahlt.



Tabelle 1

**Rating-Markt, 2011**

	Moody's	S&P	Fitch
Analysten	1 124	1 081	758
Vorgesetzte	128	244	338
Bewertete Papiere	998 878	1 170 600	348 536

Quelle: White (2013).

Tabelle 2

**Ratingklassen der drei großen Agenturen**

Moody's	S&P	Fitch	Risikoniveau
Aaa	AAA	AAA	Minimal, sehr gut
Aa	AA	AA+	Gering, guter Kredit
A	A	A	Mittel, durchschnittliche Kreditwürdigkeit
Baa	BBB	BBB	Akzeptabel, unterdurchschnittliche Kreditwürdigkeit
Baa3	BBB-	BBB-	Noch investment grade
Ba	BB	BB	Akzeptabel, unter Vorbehalt, beträchtliches Risiko
B	B	B	Bedarf laufender Beobachtung
Caa	CCC	CCC	Substanzuelle Risiken
Ca	CC		Sub-Standard, unakzeptabel
C	C,D	D	Insolvent, notleidend

Quelle: White (2013).

renten Umgebung nicht zuletzt das Sammeln und Einschätzen von entscheidungsrelevanten Informationen abnahm. Er erleichterte zudem deren Urteilsbildung, die in Anlageentscheidungen zum Ausdruck kommt, durch die Entwicklung einer ordinalen (buchstabenbasierten) zehnstufigen Skala – von AAA bis D (Tabelle 2). Diese grobe Gruppierung von Ausfallwahrscheinlichkeiten wurde später durch das Anfügen von (-) oder (+) Zeichen feingliedriger.

Rating-Agenturen bieten ihre Dienstleistungen an, als Institutionen, die sich auf die Informationsverarbeitung spezialisiert haben. Aus der Wertschöpfungskette, die Banken ihren Kunden anbieten, trennen Rating-Agenturen die Beurteilung der Kreditwürdigkeit heraus. Nach einem einfachen (und deshalb vermutlich praktisch sehr erfolgreichen) Konzept von John Moody aus dem Jahre 1909 fassen sie ihre Einschätzungen in die Zuordnung zu Ratingklassen zusammen.

## 2.4 Methoden

Die Klasseneinteilung zwischen den Rating-Agenturen ist weitgehend identisch (Tabelle 2). Moody's arbeitet beispielsweise mit zehn Ratingklassen (Aaa bis C) zu denen dann noch die sogenannten Modifikatoren („notches“) kommen. Die Klassen sollen die relativen Wahrscheinlichkeiten widerspiegeln, dass Emittenten ihre Rückzahlungsversprechen einhalten.

Rating-Agenturen legen die Methoden, mit denen sie zu ihren Bewertungen kommen, nicht offen. Es ist aber offensichtlich, dass sie eine Anzahl von (zumeist wohl über die Zeit identischen) Indikatoren berücksichtigen. Möglicherweise fließen weitere, idiosynkratische Faktoren fallweise ein. Basierend auf dieser „Looking-at-everything“-Methode folgt dann die endgültige Bewertung durch ein Komitee. Der Prozess, der zu diesem Expertenurteil führt, ist von außen kaum zu entziffern. Darüber hinaus fragt man sich beim Blick auf die lange Liste von Fragen und Anforderungen, die Rating-Agenturen an die Emittenten von Schuldtiteln richten, wo das leitende analytische Prinzip versteckt ist.

Offenkundig basiert das in einem alphanumerischen Kennzeichen bekundete Ergebnis nicht auf einer einfachen Regel. Stattdessen kommt darin, unvermeidlich, ein wertender Prozess zum Ausdruck. Diese normative Position hängt darüber hinaus zu einem wesentlichen Teil vom herrschenden Zeitgeist ab. Der wiederum ist keineswegs unverrückbar, wie zum Beispiel die sich ändernden Ansichten hinsichtlich der Vorteilhaftigkeit von Konglomeraten im Vergleich zu fokussierten Unternehmen oder die unterschiedliche Einschätzung über die Rettungsbereitschaft der Staaten gegenüber Banken zeigt. Auch am Finanzmarkt gibt es Moden.

Bemerkenswert ist, dass die Urteile der Agenturen unter Nutzung relativ weniger, öffentlich verfügbarer Daten reproduziert werden können. Die Bewertung eines Unternehmens kann zum Beispiel anhand einiger weniger Kennzahlen aus der Rechnungslegung nachvollzogen werden – der Verschuldungsgrad, das Verhältnis von Ertrag zu Zinsen oder die Gesamtkapitalrentabilität reichen weitgehend (Saunders 2010). Demzufolge liefern Rating-Agenturen kaum zusätzliche entscheidungsrelevante Informationen. Sie fassen diejenigen, die ohnehin bereits in den Preisen enthalten waren, auf einer alphanumerischen Skala zusammen.

### 3 **Leistungsversprechen und Bedeutungsgewinn**

Rating-Agenturen ersetzen die Banken mithin teilweise, nämlich in deren Kreditauswahl- und Überwachungsrolle (Stiglitz und Greenwald 1990). Im Grenzfall könnten sie Banken im Bereich der Kreditbewertung sogar überflüssig machen.

Die Bereitstellung kostengünstiger Kreditbewertungen verändert damit die Basisbedingungen für Intermediäre, insbesondere akzentuiert sie den Wettbewerb zwischen Kapitalmärkten und Kreditinstituten, genauer: zunächst für die kapitalmarktfähigen Unternehmen (nicht also KMUs). Sie begünstigt Dis-Intermediation. Damit sind sowohl höhere Renditen für Investoren als auch geringere Kosten für Unternehmen, die Fremdmittel aufnehmen wollen, möglich. Der Keil zwischen den Kosten der Mittelaufnahme für Schuldner und der Anlagerendite für Investoren könnte schrumpfen – zum Nachteil der Finanzintermediäre.

Insbesondere die transparenten Unternehmen, mit einer Mindestgröße sollten direkten Zugang zu den Märkten haben (Hartmann-Wendels et al. 2009 oder Greenbaum und Thakor 1994). Letzten Endes, so die Vorstellung, würden Banken ihre Aktivitäten langfristig auf die wenig durchschaubaren und kleineren Unternehmen konzentrieren, bei denen sie komparative Vorteile in der Informationsverarbeitung aber auch der Überwachung aufweisen. Das Argument ist allerdings nicht nur auf Unternehmen bezogen, sondern betraf Finanzierungspositionen generell. Damit lag es auch nahe, dass standardisierbare Kredite verbrieft würden. In den USA geschah

diess ab den 1980ern in erheblichem Umfang bei Auto-Darlehen, Kreditkartenforderungen oder Studenten-Darlehen (in Europa kennen wir verbrieftete Forderungen im Bereich der Immobilienfinanzierung seit langem: die Pfandbriefe).

### 3.1 Leistungsversprechen

Das Leistungsversprechen von Rating-Agenturen besteht darin, die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls und, bei Moody's, dessen Umfang zu bestimmen. Moody's zum Beispiel verweist darauf, dass „im Verlauf der vergangenen 80 Jahre über eine breite Klasse von Vermögenswerten solche Anleihen, die ein geringeres Rating von Moody's hatten, durchgängig höhere Ausfallraten als die besser bewerteten aufwiesen“ (2009: 13). Die eigentliche Frage aber ist, ob in den ordinalskalierten Urteilen zusätzliche Informationen über die Einschätzung der Märkte hinaus zum Ausdruck kommen.

Eine Möglichkeit, diese Frage zu adressieren, ist es zu prüfen, ob Märkte auf veränderte Einschätzungen von Rating-Agenturen reagieren. Die Antworten sind nicht unumstritten. In einem (schwach) effizienten Markt sollten die Agenturen nicht im Stande sein, bessere Einschätzungen zu liefern als das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage am Markt. Bestenfalls in dem Ausmaß, in dem sie auf nicht allgemein zugängliche Informationen zurückgreifen können – insbesondere nichtveröffentlichte Geschäftspläne –, könnte dies denkbar sein. Diese Tests wurden für drei Kategorien von Schuldnern durchgeführt.

*Unternehmen.* Eine der ersten empirischen Arbeiten für Unternehmensanleihen zeigte, dass veränderte Ratings keinen Einfluss auf die von diesen zu zahlenden Zinsaufschläge (im Vergleich zu risikolosten Anleihen) hatten (Weinstein 1977). Die Ratingänderungen vermittelten mithin keine Informationen, die der Markt nicht bereits verarbeitet hatte. Mehr noch, Ratings waren (siehe oben) mit öffentlich verfügbaren Informationen mit relativ wenig Aufwand nachzubauen. Dennoch sind Ratings nicht einflusslos, worauf wir noch zurückkommen. Denn gleichzeitig zeigt eine andere wichtige Arbeit, dass kapitalmarktabhängige Unternehmen ihren Verschuldungsgrad so steuerten, dass sie die angestrebte Ratingklasse erreichten (Graham und Harvey 2001).

*Öffentliche Schuldner.* In einer wichtigen Studie zur Einschätzung von Länderratings (Cantor und Packer 1996) wurden Ratingkategorien, die auf eine Skala von 16 [AAA] bis 1 [B3/B-] übertragen wurden, gegen eine Reihe von Erklärungsvariablen getestet. Die Studie vermag die Einstufung der Rating-Agenturen weitestgehend abzubilden mit dem Pro-Kopf-Einkommen, der Inflation, der ausstehenden Auslandsverschuldung, dem Entwicklungsniveau sowie einer binären Dummy-Variablen, die erfasst, ob es eine Staatsinsolvenz gab (oder nicht).<sup>4</sup> Aus der Gleichung kann man auch ableiten, wie Rating-Agenturen die einzelnen Faktoren im Mittel (in der Vergangenheit) gewichtet haben. Die gleiche Studie versucht zudem zu prüfen, inwieweit Länderratings zusätzliche Informationen hervorbringen. Dazu wird die logarithmierte Differenz von Zinsen für Staatsanleihen im Vergleich zu US-Regierungsanleihen auf die eben erwähnten Erklärungsgrößen regressiert. Bemerkenswert ist, dass Länderratings – es wurde der Mittelwert von zwei Agenturen genommen – 92 Prozent der Varianz erklären können. Von den übrigen Erklärungs-

4 Angemessen für eine ordinal skalierte Abhängige (in diesem Falle mit 16 Kategorien) wäre ein ordinales Probit-Modell. In der Studie wird aber eine Kleinstquadratschätzung vorgenommen, die genau genommen nicht anwendbar ist. Auf die Probleme weisen die Autoren allerdings auch selbst hin.

Kasten

### Zweckgesellschaften, strukturierte Produkte

Zweckgesellschaften, die unter verschiedenen Namen liefen (Special Purpose Vehicles, Structured Investment Vehicles, Conduits usw.), unterscheiden sich weder aus einer bilanziellen noch einer funktionalen Sicht von einer Bank. Dennoch wurden sie regulatorisch anders behandelt. Es sind *non-bank banks* (oder Schattenbanken). Sie betreiben Risiko- und vor allem auch Fristentransformation, müssen jedoch nicht den Anforderungen genügen, denen Banken unterliegen. Aber genau diese regulatorische Andersbehandlung (insbesondere die Eigenkapitalersparnis) relativ zu den funktional identischen Banken war ein ausschlaggebendes Motiv für deren Nutzung.

Die Verbriefung gewann bei Unternehmenskrediten zunächst nur zögerlich an Bedeutung. Dennoch haben auch hier Kreditinstitute zumindest teilweise ihre Rolle als Torwächter bzw. Gatekeeper abgegeben. Das Kreditgeschäft ist näher an den Kapitalmarkt herangerückt. Die Konditionengestaltung – die Ausstattungsmerkmale der Ausleihungen – sind weitgehend marktlich geprägt. Die Bedeutungsverschiebung zulasten der Bankbilanz bezeichnet man als Dis-Intermediation.

Zweckgesellschaften bündeln Zahlungsströme aus einer Vielzahl von Krediten (genereller: Forderungen) in einem Portfolio und emittieren gegen dieses dann Verbindlichkeiten, die einen Anspruch auf die Zahlungsströme verbriefen. Diese Ansprüche sind allerdings nicht gleichberechtigt. Ansonsten entspräche der erwartete Verlust dem im Mittel des Portfolios erwarteten Verlust. Die Ansprüche sind vielmehr in einer Weise geordnet (*tranchiert*), dass Forderungsausfälle zunächst von jenen Anlegern getragen werden, die die sogenannte *equity tranche* halten. Übersteigen die Ausfälle den Anteil dieses *first piece of loss*, dann werden die Verluste von der vorgelagerten Gläubigergruppe absorbiert. Die nachgeordneten (Junior- oder Mezzanine-)Forderungen sind Kreditverstärker (*over-collateralization*). Diese Priorisierung durch eine Haftungskaskade erlaubt es am Ende aus Forderungen, die im Mittel gerade BBB sind (zu sein scheinen), solche zu machen, von denen 4/5 dann den höchsten Qualitätskriterien genügen.

Das klingt nach Alchemie – und war es eben auch, im Wesentlichen aus zwei Gründen. Streuungsvorteile existieren in dem Maße nicht, in dem einzelne Ausfälle eben nicht vereinzelt, idiosynkratisch sind, sondern einem gemeinsamen Trend folgen. Dann kommt es auf die gemeinsame Verteilungsfunktion der Ausfälle an. Diese Joint-distribution-Eigenschaft verstärkt zugleich Modellfehler, die aus unpräzise ermittelten Parametern herrühren (Coval et al. 2009, Gorton 2009, Krahen 2005, Tarashev und Zhu 2007).

variablen sind, sofern sie hinzugenommen werden, nur die Auslandsverschuldung sowie ein Dummy für das Entwicklungsniveau und die Insolvenz signifikant (der Koeffizient für die Auslandsverschuldung ist allerdings so niedrig, dass er ökonomisch belanglos ist). Die Reaktion auf Ratingveränderungen, der Ankündigungseffekt für den Markt – das ist das dritte Ergebnis von Cantors und Pecks Studie – ist allerdings gering. Nur für spekulative Anleihen ist der Effekt (bei einer Herabstufung) signifikant. Mit dem Ansatz bleiben fast 90 Prozent der Marktreaktion unerklärt.

*Strukturierte Produkte.* Die gravierendsten Fehleinschätzungen der Rating-Agenturen betrafen verbrieft Forderungen gegen Zweckgesellschaften (Kasten). Darauf wird noch genauer zurückzukommen sein. Das Verbriefungsprinzip ist einfach: Kreditinstitute vergeben („originieren“) Kredite, die sie dann an Gesellschaften verkaufen. Diese sind unterhalb des Bilanzstriches. Damit sind zwei Vorteile für die Banken verbunden. Ihr Eigenkapital ist nur für kurze Zeiten ge-

bunden. Es kann mithin wiederverwandt werden. Zudem sind sie, da die Zweckgesellschaften eigenständig sind, von der Haftung entlastet (*bankruptcy remote*, jedenfalls schien dies so bis zum Beginn der Krise). Die Gesellschaften verkaufen nun Wertpapiere, die Ansprüche auf die Zins- und Tilgungsleistungen der ihnen übereigneten Forderungen verbriefen. Rating-Agenturen waren ausschlaggebend dafür, dass diese Produkte einen so großen Markt fanden.

### 3.2 Leistung

Die zahlreichen Studien zur Frage nach dem Einfluss von Ratingänderungen auf Wertpapierpreise kommen zu gemischten Ergebnissen. Tatsächlich hinken Ratingänderungen in der Regel den Preisänderungen hinterher. Da diese Neubewertungen üblicherweise das Ergebnis ökonomischer Ereignisse (*news*) oder einer Neueinschätzung dieser sind, ist es schwer zu unterscheiden, welcher Anteil einer Preisänderung auf das neue Rating und welcher auf die geänderten Fundamentaldaten zurückzuführen ist.

*Unternehmen.* Bei der Untersuchung einer methodischen Änderung im Ratingprozess von Moody's, die ein quasinatürliches Experiment lieferte, fand eine Studie für die Einschätzung der Kreditwürdigkeit von Unternehmen

*„keine Belege, dass neue Ratinginformationen den Unternehmenswert beeinflussen [...] die zusätzlichen Informationen beziehen sich überwiegend auf diversifizierbare Risiken“ (Kliger und Sarig 2000: 2881).*

Dies ist wahrlich eine ernüchternde Bilanz über den Mehrwert von Rating-Agenturen, insbesondere da Investoren nicht für die Risiken kompensiert werden, gegen die sie sich ohnehin absichern können. Die gleiche Studie zeigt auch, dass nur unerwartete Ratingänderungen die Preise zu beeinflussen scheinen. Aber hier dürfte dies mehr mit regulatorischen Anforderungen zu tun haben als mit fundamentalen ökonomischen Gründen. Das hängt vor allem damit zusammen, dass für institutionelle Investoren Anleihen unterhalb eines bestimmten Schwellenwertes – in der Regel eben unterhalb von Investment Grade, das heißt niedriger als BBB– (Standard and Poors) oder Baa3 (Moody's) – nicht mehr in Frage kommen. Die Besitzer müssen solche Anleihen verkaufen. Da sie dann gleichzeitig auf einen Markt mit verminderter Nachfrage treffen, sinken die Preise. Daher bleibt die Frage nach dem Mehrwert, den die Rating-Agenturen generieren, offen.

Die Tabellen 3 und 4 zeigen die Ausfallraten in den einzelnen Ratingkategorien sowie die Bewegung zwischen den Kategorien, über lange Perioden gemittelt.

Überhaupt ist es aus theoretischer Sicht eher merkwürdig, dass Daten aus der Buchführung – also aus der Vergangenheit – in so hohem Maße erlauben, die Urteile der Rating-Agenturen relativ mechanisch nachzuahmen. Denn für die Bewertung der zukünftigen Fähigkeit einer Firma, ihren (Kredit-)Verpflichtungen durch selbstständige Generierung eines ausreichenden Cashflows nachzukommen, zählt natürlich der wirtschaftliche und nicht der buchhalterische Gewinn. Der erstgenannte berücksichtigt die aus ökonomischer Perspektive ausschließlich relevante Differenz zwischen zukünftigen Einnahmen und Opportunitätskosten, während der zweite (jedenfalls bei nicht fair-value basierter Rechnungslegung) nur explizit bereits realisierte Kosten von den Einnahmen abzieht.

Tabelle 3

### Einjährige durchschnittliche Migrationsraten zwischen Ratingklassen 1970–2013, in Prozent

Von/ Nach:	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca-C	WR*	Ausfall
Aaa	87,081	8,326	0,625	0,000	0,028	0,002	0,002	0,000	3,936	0,000
Aa	0,901	84,502	8,460	0,510	0,067	0,021	0,008	0,001	5,509	0,021
A	0,052	2,428	86,056	5,558	0,551	0,109	0,032	0,004	5,149	0,060
Baa	0,037	0,167	3,962	85,179	3,939	0,733	0,154	0,016	5,644	0,169
Ba	0,007	0,052	0,334	5,596	75,719	7,308	0,591	0,064	9,274	1,055
B	0,009	0,027	0,110	0,304	4,501	73,517	5,935	0,573	11,319	3,706
Caa	0,000	0,016	0,016	0,106	0,373	8,578	62,583	3,575	11,940	12,813
Ca-C	0,000	0,000	0,059	0,000	0,366	2,034	9,100	36,416	14,031	37,996

\* Die Rating-Bewertung wurde zurückgezogen (wr: withdrawn). Gründe können u.a. sein: Fälligkeit der Schulden, Änderung der Größe einer Emmission oder Ausfall des Emittenten.

Quelle: Moody's.

Tabelle 4

### Emittentengewichtete durchschnittliche kumulative Ausfallraten nach Ratingklassen 1920–2013, in Prozent

Ratingklasse/ nach x Jahren	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aaa	0,000	0,009	0,030	0,084	0,162	0,248	0,357	0,508	0,666	0,851
Aa	0,072	0,213	0,342	0,539	0,834	1,167	1,498	1,815	2,118	2,464
A	0,099	0,306	0,634	0,996	1,379	1,790	2,233	2,683	3,167	3,644
Baa	0,282	0,841	1,491	2,195	2,943	3,687	4,398	5,122	5,876	6,632
Ba	1,348	3,204	5,263	7,428	9,485	11,440	13,216	14,946	16,595	18,333
B	3,714	8,437	13,124	17,273	20,944	24,229	27,260	29,808	32,074	34,088
Caa-C	13,830	23,374	30,462	35,936	40,375	43,751	46,417	48,728	50,961	52,850
Inv Grade	0,158	0,471	0,859	1,292	1,768	2,259	2,751	3,248	3,763	4,286
Spec Grade	3,863	7,807	11,493	14,784	17,682	20,242	22,521	24,552	26,422	28,220
All rated	1,579	3,225	4,767	6,150	7,388	8,494	9,487	10,393	11,253	12,086

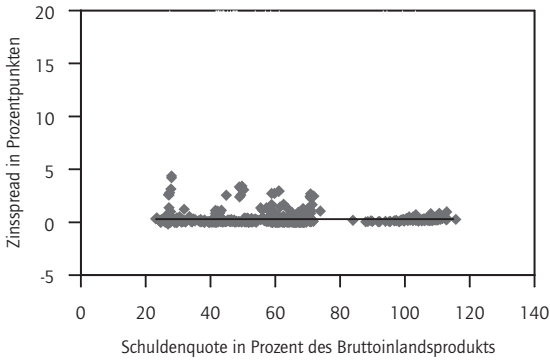
Quelle: Moody's (2014).

*Öffentliche Schuldner.* Die Ergebnisse der Forschung zu den Länderbewertungen zeigen ebenfalls, dass Agenturen fehlbar sind. Für die Asien-Krise argumentieren etwa Ferri, Liu und Stiglitz (1999), dass vor der Finanzkrise die Bonität der Staaten von den Agenturen höher eingestuft wurde als es den (von den Autoren identifizierten) wirtschaftlichen Fundamentaldaten entsprochen hat, um im Verlauf der Krise dann, diese verschärfend, in die andere Richtung zu über-treiben. Reinhart (2002) bestätigt zudem, dass die Rating-Agenturen in der Asienkrise hinter dem Markt hinterherhinkten. Auch Elkhoury (2009) dokumentiert prozyklische und – wenn

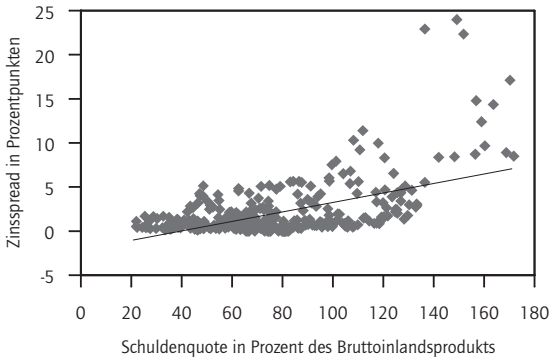
Abbildung 2

**Zinsaufschlag gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen und Schuldenquote**

a)



b)



Anmerkung: Abbildung 2a zeigt den (nicht existierenden) Zusammenhang zwischen den Zinsaufschlägen zehnjähriger Staatsanleihen von Eurostaaten (Quartalsdurchschnitte) gegenüber Bundesanleihen und der Schuldenquote zwischen 2000 und 2007. Abbildung 2b zeigt den Zusammenhang zwischen Zinsaufschlägen und Schuldenquoten seit 2008.

sie geändert werden – überschießende Ratingurteile. Das fördert Panikverkäufe und damit sich selbstverstärkende Krisen (Reisen und von Maltzan 1999) (Abbildungen 2a und 2b).

Eine identische Diagnose wird für die europäische Schuldenkrise gestellt. Gärtner, Griesbach und Jung (2012) finden erneut, dass Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien im Verlauf der Schuldenkrise deutlich schlechter bewertet werden, als dies den makroökonomischen Fundamentaldaten entsprechen würde. Im Durchschnitt aller einbezogenen OECD-Länder wird die Unterschätzung auf 1 bis 1,5 Ratingstufen taxiert. Besonders instruktiv ist in dem Zusammenhang die Arbeit von Paul de Grauwe und Yuemei Ji (2012). Sie benutzen ein sparsames Modell (eines, das mit wenigen Erklärungsgrößen auskommt: mit Leistungsbilanzdefizit, Schuldenquote und real-effektivem Wechselkurs sowie Länderdummies). Mit diesem Modell (in der nichtline-

aren Form, das heißt mit quadrierter Schuldenquote) können sie vier Fünftel der Streuung der Zinsaufschläge in der Eurozone erklären. Die Funktion weist einen interessanten Strukturbruch auf, der mit der Griechenland-Krise – zwei Jahre nach dem Ausbruch der Finanzkrise – auftaucht. Besonders bemerkenswert ist, dass dieser Zusammenhang für Länder mit eigener Währung – also eigener Geldpolitik – nicht gilt (der Unterschied wird deutlich in der divergierenden Zinsentwicklung des Vereinigten Königreichs und Spaniens). Auch in Abbildung 2 wird der Strukturbruch deutlich. Das ist ein eindeutiges Indiz, dass für Eurozoneländer das Anschlussfinanzierungsrisiko potentiell existiert und vom Markt eingepreist wird. Diese sind aus der Sicht der Anleger Sub-Souveräne.

*Strukturierte Produkte.* Die Strukturierung der Passivseite der Zweckgesellschaften, die Banken zum Steuern von forderungsbesicherten Portfolios errichteten, geschah anhand der Blaupause der Rating-Agenturen. Sie legte die Reihenfolge (den Wasserfall) fest, nach der die Zahlungsflüsse auf die Investoren verteilt werden. Die damit verbundene Ordnung von Ansprüchen soll Sicherheit gewährleisten. Der erste Schaden landet beim *first-piece-of loss*. Das ist die Alchemie, von der die Rede war. Kredite werden handelbar. Sie sind, so der gängige Spruch im Markt: *just another asset class*. Es ist allein wichtig, dass Marktliquidität vorhanden ist, also die Anschlussfinanzierung fraglos gelingt. Diese Liquidität ist aber anfällig gegen Einschätzungswechsel, die Anlageklasse betreffend. Sie ist endogen (Abbildungen 3a und 3b).

Damit wird ein wichtiger, genereller Aspekt deutlich: Rating-Agenturen versagen vor allem, wenn es um die Vorausschau systemischer Krisen geht (Asienkrise, Dotcom Blase, strukturierte Kreditprodukte). Bereits bei den Schwierigkeiten im Zusammenhang mit dem Junk-Bond-Markt (Ende der 1980er), der dann auch eng mit der Krise der amerikanischen Spar- und Darlehensbanken verbunden war, wurde dies deutlich: Ausfallrisiken mit einer erheblichen systemischen Komponente werden besonders schlecht vorhergesehen. Das unterscheidet RAs allerdings nicht systematisch von Wettbewerbern bei der Bereitstellung der gleichen Dienstleistung. Die sind zwar schneller, nicht zuletzt weil sich die RAs um eine mittlere Sicht bemühen (*through the cycle*). Allerdings scheint die Trägheit der Agenturen sowohl dem Schuldner- als auch dem Gläubigerinteresse zu entsprechen (Coffee 2011). Die Alternativen sind im Mittel aber auch nicht signifikant verlässlicher. Insofern derartige Krisen systemisch sind, ist es eben unmöglich, Unfehlbarkeit zu erreichen. Daran scheitern auch die diversen Frühwarnsysteme, jedenfalls immer außerhalb des Stichprobenzeitraums, für den sie optimiert wurden.

Hier drängt sich ein Einschub zum Bezahlmodell auf. Dieses wird aus Gründen defekter Anreize oft als das zentrale Problem angesehen (Pagano und Volpin 2010). Denn es sind seit langem die Emittenten, die die Agenturen finanzieren. Dieses Bezahlmodell gilt allerdings auch für Wirtschaftsprüfer oder Rechtsanwaltskanzleien (Coffee 2011). Bis in die 1970er hinein noch konnten RAs, wie ehemals John Moody (1909), ihre Einschätzungen an Anleger gegen einen auskömmlichen Preis verkaufen und zugleich einen angemessenen Gewinn erwirtschaften. Dem bereiteten Fax und Kopierer (beziehungsweise Nichtausschließbarkeit und Nichtrivalität) aber, dadurch dass sie Trittbrettfahren ermöglichten, ein Ende. Dass damit problematische Anreize in Richtung auf geschönte Einstufungen verbunden waren, wie vermittelt auch immer, lässt sich kaum von der Hand weisen.

Dieser Effekt hängt allerdings wohl auch von den zu benotenden Instrumenten ab. Bei Unternehmensanleihen handelt es sich um vergleichsweise transparente Produkte und eine Vielzahl von Emittenten. Entsprechend gering ist deren Einfluss (die Drohung, zu einer anderen RA zu



Abbildung 3a

**ABX-Prämien**

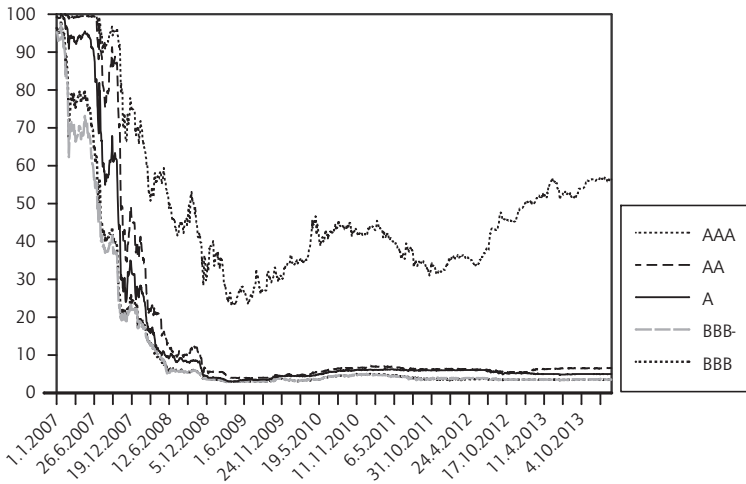
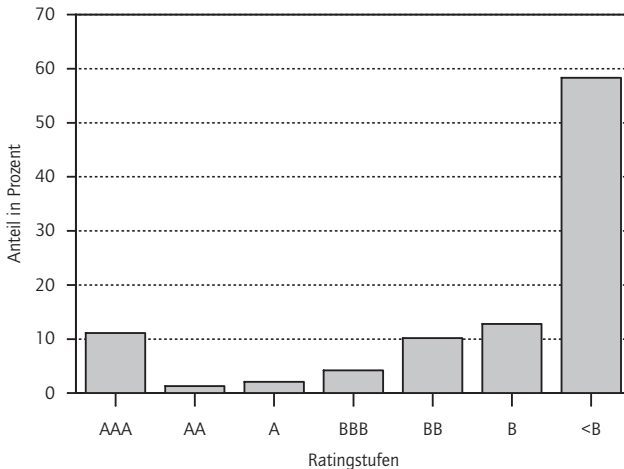


Abbildung 3b

**Verbleib von AAA-Tranchen (Collateralized Debt Obligations) nach zwei Jahren**



Anmerkung: Abbildung 3a zeigt den implizierten Wert strukturierter Produkte, basierend auf Versicherungen gegen deren Ausfall. Im Höhepunkt der Krise notierten (aus Subprime zusammengestellte) Dreifach-A-Schichten 26 Cents pro Dollar. Abbildung 3b zeigt die Verteilung der zwischen 2005 und 2007 emittierten und ursprünglich mit Triple A eingestuft CDO-Tranchen auf die Ratingstufen am 30. Juni 2009. Nur etwas über zehn Prozent der Emmissionen haben ihre ursprüngliche Ratingstufe beibehalten.

Quelle: Bundesbank (3a) und Internationaler Währungsfonds (2009) (3b).

wechseln). Zudem erschwert Daten-Transparenz das bewusste Produzieren geschöner Urteile. Das gilt auch für das Abweichen nach unten, das mit unaufgeforderten (*unsolicited*) und unbezahlten Ratings verbunden sein könnte. Denn mithilfe einfacher Scoring-Modelle kann man die

Einstufung recht präzise nachvollziehen. Der Ratingmarkt für strukturierte Produkte wies aber deutlich andere Kennzeichen auf: Im Wortsinne undurchschaubare Produkte und wenige, stark interessierte Emittenten, sprich Investmentbanken – mit deshalb erheblichem Drohpotential (Abwanderungsdrohung). Hinzu kam eine über die Jahre stark wachsende Abhängigkeit der RAs von den in diesem Geschäftsfeld generierten Einnahmeströmen. Wir greifen den Punkt noch einmal kurz auf.

Was leisten Rating-Agenturen also tatsächlich? Knapp zusammengefasst haben sie eine durchaus befriedigende Performance bei Unternehmensanleihen, vor allem von wohletablierten und transparenten Unternehmen. Bei Staatsanleihen sind ihre Ergebnisse durchwachsen. Es geht darum, einen bedingten Anspruch auf die Ressourcen eines Staates (Politikwesens) einzuschätzen. Hier ist es wichtig, nicht nur die Fähigkeit, sondern auch die Bereitschaft, Schulden zu bedienen, zu würdigen. Darin kommt insbesondere auch der in kritischen Fällen schwer einzuschätzende Vektor der jeweiligen nationalen Interessen zum Ausdruck. Die Leistung im Bereich der strukturierten Produkte war offensichtlich stark mangelbehaftet (Abbildung 3a). Dass die hier benutzten Verfahren (vor allem die Annahmen über die Verlustverteilungen, Longstaff und Rajan 2008) viel Raum für Verbesserung aufwiesen, war seit langem klar, lange vor der Krise und noch länger bevor die RAs (in 2009) reagierten.

### 3.3 Bedeutungsgewinn

Für die Erklärung des Bedeutungsgewinns der Agenturen in den USA schien der Verweis darauf zu genügen, dass hier eben weit mehr an Finanzvermittlung direkt, das heißt über die Primär- und Sekundärmärkte für Wertpapiere, stattfand als zum Beispiel in Europa und Deutschland. Es gab damit eine originär höhere Nachfrage nach der Einschätzung der Sicherheit von Unternehmensanleihen. Gleichzeitig nahm die Bedeutung von Banken (im traditionellen Sinne) in den USA immer mehr ab. Ein Artikel aus 1994 (Edwards und Mishkin) dokumentiert diesen Verfall des klassischen Bankgeschäftes. Er zeigt auch, wie indirekte durch direktere Vermittlung ersetzt wird, und wie die Institutionalisierung – Versicherungen, Pensionskassen, Anlagefonds und so weiter – auf der Seite der Mittelgeber damit zusammen hängt.

Dennoch wäre es voreilig daraus zu schließen, dies sei eine endogene, rein marktgetriebene Entwicklung. Vielmehr spielen die Regulierer eine erhebliche gestaltende Rolle. Bis 2006 wurde der Zugang zum Gewerbe durch die amerikanische Wertpapieraufsicht, die Securities and Exchange Commission (SEC), gesteuert – und de facto eben nicht nur in den USA.

Die SEC hatte 1975 die Kategorie der NRSOs (*nationally recognized statistical rating agency*) entwickelt. Sie hat aber nie die Zugangsbedingungen explizit gemacht, außer dadurch, dass die drei großen Agenturen (S&P, Moody's und Fitch) direkt in den „Club“ aufgenommen wurden, und er für andere im Wesentlichen verschlossen blieb. Der Bedarf an einer solchen Festlegung war in dem seit Mitte der 1930er immer stärkeren Rückgriff der verschiedenen US-Regulatoren auf Ratings begründet. Diese verlangten, dass die von ihnen Beaufsichtigten (Banken, Versicherungen, Pensionskassen) nur in Ansprüche mit entsprechender Sicherheit anlegen sollten. Diese wiederum fanden sich, bis 1975, in nicht genauer spezifizierten „anerkannten Rating Handbüchern“. Implizit war allerdings immer klar, dass es sich um die Urteile der großen drei handelte.

Der fokale Punkt der Ratingskala wurde Mitte der 1930er durch die SEC öffentlich definiert: Es ist die Schnittstelle zwischen jenen Anleihen, in die regulierte Institutionen (vor allem Banken

und Investmentfonds) anlegen dürfen (die *investment grade* sind, also einschließlich BBB-/Baa3), und jenen, die für durch öffentliche Garantien abgesicherte und deshalb regulierte Institutionen als zu riskant galten. Einen besonderen Bedeutungsschub gewann das Urteil der RAs in den USA als 1974, nach einer größeren Insolvenz, der *Employee Retirement Income Security Act* die öffentliche Gewährleistung der Ansprüche gegen private Pensionskassen an Rating-Urteile knüpfte (Partnoy 1999). Diesen Vorgaben zufolge genügte die für die Veranlagung der Mittel Verantwortlichen ihren treuhänderischen Pflichten nur, sofern sie diese Urteile praktisch umsetzten (*prudent man rule*). Der Wirkungsradius der Ratingurteile wurde damit durch den Selbstschutz als Treuhänder erheblich erweitert.

Bis weit in die 1980er war der Rückgriff auf Ratings allerdings vor allem ein US-Phänomen. Das galt zumal für den Unternehmensbereich und selbst für Finanzinstitute. In Europa ließen sich nur die grenzüberschreitend agierenden Institute benoten, jene also, die an der Grenze (*at the margin*) auf die Finanzierung an den internationalen Anleihemärkten, die damals Euro-Märkte hießen, angewiesen waren. Noch Mitte der 1990er konnten von deutschen Kreditinstituten internationale Anleihen begeben werden, die deutlich niedrigere Zinsaufschläge als AAA-benotete Bankpapiere aufwiesen.

Dahinter stand bei öffentlich-rechtlichen Instituten auch die staatliche Absicherung, also die Anstaltslast und Gewährträgerhaftung. Diese Rückendeckung gab es implizit allerdings auch aufgrund der berechtigten Vermutung über eine *Too-big-to-fail*-Absicherung. Das Sitzland war damit schon immer auch für private Kreditinstitute wichtig. Dies hat sich eindrucksvoll im Verlauf der Nordatlantischen Krise bestätigt. Systemrelevante Banken haben prinzipiell bessere Refinanzierungskonditionen (Schweikhard und Tsemelidakis 2011). Zwischen 2002 bis 2007 haben die weltweit größten Banken von ihrer Quasi-Staatlichkeit mit etwa 70 Milliarden US-Dollar von der „eingepreisten“ Staatssubvention profitiert (Ueda und Weder di Mauro 2012, Haldane 2012). Die Debatte über die problematische Beziehung zwischen Staaten und ihren Banken in der Währungsunion greift das Thema *ex negativo* auf.

Ähnliche Regeln finden sich OECD-weit in vielen Gesetzen, Verordnungen und Statuten (für einen umfassenden Überblick: Basel Committee of Banking Supervision 2009). Sie geben den Einschätzungen der RAs damit einen Einfluss qua Gesetz. RAs handeln de facto mit Eintrittskarten zu Finanzierungsmärkten – regulatorischen Lizenzen (Partnoy 1999). Damit ist ein wichtiger Effekt verbunden: Selbst wenn sie ihrem primären Leistungsversprechen nur unzureichend genügen, wird ihre Dienstleistung nachgefragt. Die Nachfrage ist weitgehend unelastisch. Aus der Sicht der Nutzer, sprich der Emittenten, ist dies eine Art administrierte Zwangsnutzung.

Mehr noch: Da RAs diesen unmittelbaren Einfluss haben, sind sie nicht die Beobachter eines exogenen, datengenerierenden Prozesses. Vielmehr nehmen sie zu erheblichen Teilen Einfluss auf die Unternehmen und Regierungen, die die Daten generieren. RAs prägen Verhalten. Das macht die Einschätzung, inwieweit RAs ihr eigentliches Leistungsversprechen einhalten, schwierig (am Ende unmöglich).

Rating-Agenturen wurden damit performativ (MacKenzie 2006): Sie waren nicht neutrale, exogene Beobachter, eben keine nur aufnehmende, widerspiegelnde Kamera, sondern eine gestaltende Maschine. Ihnen kam folglich eine bedeutsame gesellschaftliche Gestaltungsfunktion zu. Das begründet unmittelbar ein legitimes öffentliches Interesse an der Einschätzung und der Regulierung dieser Institution.

## 4 Gibt es Alternativen?

Was begründet das gelegentliche, dann aber massive Versagen der Agenturen? Sind die Anreize falsch? Ist es eine zwangsläufige Folge des Geschäftsmodells, also der Finanzierung durch die Emittenten? Haben RAs also, da sie von den Schuldern bezahlt werden, einen verständlichen Hang zum besser Benoten? Wird diese Neigung zu wenig durch Sorgen um den Ruf, das Reputationskapital, begrenzt?

Das sind alles Fragen, die sich an die Politik richten: Sofern Agenturen fehlbar und systematisch überfordert sind, gibt es andere Institutionen – funktionale Substitute – auf die Anleger, Emittenten und nicht zuletzt Regulatoren zurückgreifen könnten?

Die generell herrschende, letztlich unvermeidbare Unsicherheit legt vor allem eine vorsichtigeren Politikstrategie nahe. Vorsicht bedeutet hier insbesondere, dass man fehlbaren Institutionen nicht Verantwortung zumutet, der sie erwiesenermaßen nicht entsprechen können. Vorsichtig ist es auch, Alternativen zu berücksichtigen. Insofern geht das Zurücknehmen der Referenz auf die Ratings in die richtige Richtung. Dass mit dem Delegieren von Bewertungs- und Kontrollfunktionen an die RAs erhebliche Probleme verbunden waren, wurde insbesondere in der Nordatlantischen Krise klar. Eine zentrale Ursache für die große Schulden- (sprich: Kredit-) Krise war das nichtdurchhaltbare Wachstum des Umfangs ausstehender strukturierter Forderungen. Für dieses wiederum war ausschlaggebend, dass es ein ausreichendes Volumen an hochbewerteten Zahlungsverprechen gab. Denn in derartige Forderungen konnten institutionelle Anleger (Versicherungen, Pensionskassen aber auch Banken) investieren, sofern sie von Rating-Agenturen mit einem entsprechenden Gütesiegel versehen wurden (Pagano und Volpin 2010).

Hier ist die Qualifizierung der Gütesiegel für strukturierte Produkte als entsprechend oder äquivalent mit solchen für Unternehmens- oder Staatsanleihen allerdings – qualifizierungsbedürftig. Die Illusion der Vergleichbarkeit rührt von der identischen Nomenklatur. Substantiell unterscheiden sich Forderungen gegen einzelne Unternehmen und strukturierte, forderungsbesicherte Produkte aber erheblich. Obwohl nur etwa ein Prozent der Unternehmen als über jeden Zweifel erhaben eingestuft wird, war dies bei forderungsbesicherten Konstrukten in mehr als 60 Prozent der Emissionen der Fall. Offenkundig ist, jedenfalls im Nachhinein, dass die strukturierten Produkte weit ausfallbedrohter waren.

Gibt es also Alternativen? Naheliegend ist es auf Zinsaufschläge, die ja (unter anderem) Ausfallprämien abbilden sollen, oder auf die Prämien für Credit Default Swaps zu schauen. Beide geben zumeist, was sie aus Arbitragegründen auch tun sollten, weitestgehend ähnliche Signale (Bundesbank, Monatsbericht Dezember 2004). Beide Verfahren sind auch schneller – laufen also nicht systematisch hinterher. In Wettrennen etwa bei der Länderrisikowürdigung schlagen sie deshalb die Agenturen (Goldstein et al. 2000) um Längen. Aber dennoch sind die Alternativen natürlich nicht frei von erheblichen Fehlbepreisungen von Risiken (Gaillard 2014) – und abrupten Einschätzungsänderungen. Besonders eklatante Fälle betreffen vor allem die Risikoprämien von europäischen Staatsanleihen oder die strukturierten Produkte. Naheliegende Substitute, die Anbindung an Zinsaufschläge und CDS-Prämien, sind bei Lichte betrachtet damit genau in den Fällen problematisch, in denen sie als Substitut benötigt würden. Im Verlauf der Eurokrise wurden etwa die Gebühren für öffentliche Garantien an CDS-Prämien gekoppelt, nach einigem Verhandeln dann aber über längere Zeiten geglättet. Das ist eine Aporie, deren Ironie offensichtlich ist. Genau die Märkte, deren Fehleinschätzung Anlass für enorme Eingriffe war, wurden als

Abbildung 4a

**Zinsaufschläge zehnjähriger Anleihen gegenüber gleichlaufenden Bundesanleihen**

In Basispunkten (4000 = 40 Prozentpunkte Aufschlag)

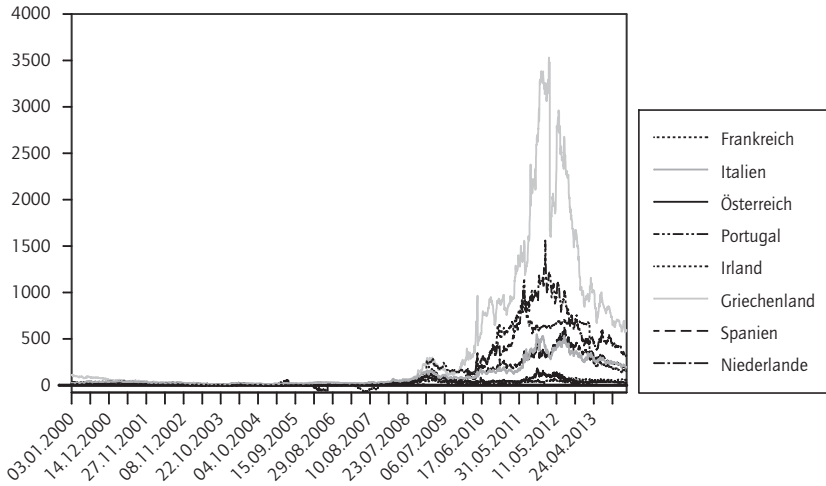
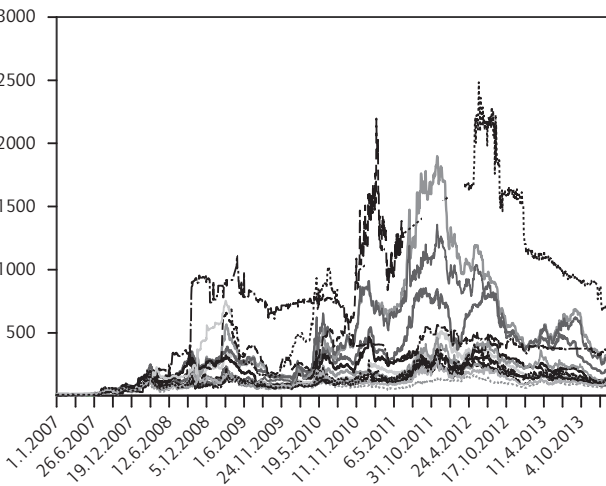


Abbildung 4b

**CDS-Prämien europäischer Banken**

In Basispunkten



Anmerkung: Abbildung 4a zeigt die Entwicklung des Zinsaufschlags, den Teilnehmerländer der Währungsunion zwischen 2000 und heute bezahlen. Bis Ende 2008 ging der Markt wohl davon aus, dass die Nichtbeistandsklausel kaum glaubwürdig war. Erst ab Anfang 2010 und vor allem mit dem Betonen der Möglichkeit einer Staatsinsolvenz (Deauville-Übereinkunft vom Oktober 2010 zwischen Deutschland und Frankreich) gingen die Spreads sehr deutlich auseinander. Ihre Verengung ist koizident mit der Ankündigung des OMT-Programmes der EZB, die das Anschlussfinanzierungsrisiko minimierte.

Abbildung 4b zeigt die an die risikobedingten Zinsaufschläge (Spreads) der Staaten gekoppelten Prämien zur Versicherung gegen Bankausfälle.

Instrument genommen, um einem (künftigen) moralischen Risiko zu begegnen (Abbildungen 4a und 4b).

Unsere Skizze der Marktstruktur (alles andere als perfekt) und der Eigenschaften des dort angebotenen Gutes (Nichtausschließbarkeit, Nichtrivalität, Netzwerkexternalitäten) legen nahe, dass wir es zu erheblichen Teilen mit einem öffentliche-Gut-Problem zu tun haben. Mehr Wettbewerb auf der Anbieterseite ist nur scheinbar eine First-best-Lösung. Ratings koordinieren nicht zuletzt Erwartungen, liefern fokale Punkte im Sinne Schellings (1960). Das begrenzt die Zahl der glaubwürdigen Anbieter erheblich. Die Frage wäre, ob eine Ausweitung über die großen Drei hinaus zu einer Verbesserung führt. Tatsächlich zeigte sich, dass wegen der Möglichkeit, Ratinganbieter zu wechseln, die Hinzunahme einer weiteren Option bei Unternehmensratings zu höheren Beurteilungen führte (Alp 2013).

Das legt entweder Selbsterstellung durch öffentliche Institutionen oder regulierten, verpflichtenden Fremdbezug nahe (Eijffinger 2012). Die Ausfallwahrscheinlichkeit könnte etwa mit standardisierten Verfahren (innerhalb unabhängiger Institutionen) ermittelt werden. Tatsächlich haben Notenbanken derartige diskriminanzanalytische Verfahren bei der Würdigung von Unternehmenskrediten seit langem im Einsatz und auch weiterentwickelt (etwa die Bundesbank, Chan et al. 2007 oder für die Banque de France: Bardos, Plihon 1999). Die Umsetzung des Vorschlags ist allerdings nicht ohne Probleme. Eine solche Institution ist nur glaubwürdig – aus der hier allein entscheidenden Sicht der (großen, institutionellen) Anleger –, sofern sie tatsächlich unabhängig ist.

Hinzu kommt die Gefahr, dass das öffentliche Prüfsiegel konkurrierende Urteile dominiert. Aber auch solche Modelle sind natürlich fehlbar. Die zweite Variante wäre, dass der Fremdbezug von Einschätzungen von großen Anlegern verlangt wird. Diese finanzieren gemeinsam über eine Gebühr eine Gruppe von Agenturen, die im Wettbewerb um die Finanzierung stehen. Die Anreizfehler des Bezahlmodells würden deutlich begrenzt.

Grundsätzlich vermögen diese auf der Mikroebene, bei einzelnen Unternehmen und Staaten ansetzenden Verfahren allerdings nicht die systemische Dimension abzubilden. Hiermit ist nicht nur angesprochen, dass Ausfallwahrscheinlichkeiten mit dem Zyklus schwanken. Unternehmen sind heterogen und Schocks werden vor allem von den Unternehmen an den Rändern, den unteren Quantilen der Verteilung verarbeitet (ertragen) (Higson et al. 2002). Hier ist vor allem auch eine Perspektive gemeint, die erst seit ein paar Jahren akzeptiert wird: die makroprudenzielle Sicht. Deren Berücksichtigung bei der Beurteilung einzelner Zahlungsströme ist allerdings schwer. Denn sie muss am Ende auf Urteile zurückgreifen und darauf aufbauende fallweise Eingriffe tätigen (etwa Eigenkapitalanforderungen regional-spezifisch erhöhen, Mindestanforderung an eigene Mittel, Beleihungsgrenzen, Einkommensgrenzen und so weiter verändern).

## 5 Fazit und Ausblick

Seit einem guten Vierteljahrhundert gewinnen Märkte beim Zusammenbringen von ursprünglichem Sparer und letztlichem Investor deutlich an Gewicht. Diese Beziehung, die durch ungleich verteilte Informationen und die daraus erwachsenden Anreizprobleme gekennzeichnet ist, wurde ursprünglich vor allem über Bankbilanzen vermittelt. Banken haben die Kreditwürdigkeit von

potentiellen Schuldnern geprüft und, für den Fall eines positiven Urteils, diese dann auch auf die Bilanz genommen und dort bis zur Endfälligkeit gehalten. Sie haben kurzum die gesamte Wertschöpfungskette, von der Kreditwürdigkeitsprüfung über die Finanzierung und Abwicklung abgebildet.

Disintermediation – oder treffender Dis-Banking – bedeutet, dass Teile der Wertschöpfungskette nun von anderen Dienstleistern bereitgestellt werden. Dafür sind sowohl analytische als auch technologische Fortschritte, vor allem bei der Verarbeitung von Informationen verantwortlich (Kotz 2005). Mit letzteren sind die enorm angewachsenen Rechenkapazitäten gemeint. Zu ersteren zählen vor allem auch Kreditmodelle (Henking, Bluhm und Fahrmeier 2006, Saunders und Allen 2010), die diesen Prozess erheblich erleichtern. Wichtig waren darüber hinaus aber auch regulatorische Neuerungen, einige davon mit den mittlerweile vielbemühten unbeabsichtigten Folgen.

Mit diesen Entwicklungen ist nicht zuletzt der Bedeutungszuwachs von Rating-Agenturen verbunden. Diese sammeln und bewerten Daten, wie Banken, die sie funktional teilweise ersetzen. Sie sind aber nicht nur Informationsverarbeiter, sondern sie validieren und zertifizieren Versprechen.

Tatsächlich übernehmen sie immer mehr die Rolle des „Schumpeterschen Torwächters“, der über den Zugang zu externer Finanzierung für diejenigen entscheidet, die als (große, das heißt kapitalmarktfähige) Unternehmen neue Ideen und Faktorkombinationen verwirklichen wollen. Darüber hinaus haben Rating-Agenturen aber auch einen entscheidenden Einfluss bei Restrukturierungen von Firmen und insbesondere auch, auf einer vorgelagerten Stufe, bei der Gestaltung von Bilanzen der ursprünglichen Intermediäre. So ist das Kreditgeschäft der Banken relativ direkt von den angenommenen Konsequenzen für ihre eigene Bewertung durch die Rating-Agenturen beeinflusst. Das Ratingurteil über die Qualität der vergebenen Kredite auf der Aktivseite und die Finanzierungsstruktur der Bank auf der Passivseite bestimmt über die Konditionen des Zugangs der Bank zur Refinanzierung ihrer Aktivseite.

Der Bedeutungszuwachs der Agenturen korrespondiert allerdings nicht mit einer unbezweifelbaren Qualitätssteigerung. Im Gegenteil, bei den relevanten kritischen Fällen ließ ihre Performance viel zu wünschen übrig. Rating-Agenturen haben keinen der größeren Konkurse von Unternehmen Anfang der 2000er kommen sehen – meist informierten sie erst im Nachhinein über den Ausfall. In der Bewertung der strukturierten Produkte, die in unmittelbarem Zusammenhang mit der jüngsten Finanzkrise stehen, muss das gänzliche Versagen von S&P, Moody's und Fitch konstatiert werden. Hier betraf es bereits die vorgelagerte Ebene der Produktion dieser Produkte. Auch in der europäischen Verschuldungskrise waren die Ratings kein verlässliches Instrument zur Einschätzung wichtiger Kreditereignisse.

Leider gilt dies jedoch gleichermaßen für ihre funktionalen Substitute, seien es (der repräsentative) Analyst (Mr. Median), die Investmentbanken oder Fondsgesellschaften. Auch die im Rahmen von Basel II zugelassenen internen Risikomodelle der Banken sind nicht unmittelbar konsistent oder unzweifelhaft verlässlich wie aus allen so genannten Quantitative Impact Studies abgelesen werden konnte (zuletzt European Banking Authority 2013). Dieses Ergebnis ist nicht erstaunlich und es wurde früh kritisiert (Danielsson et al. 2001, Kotz 2000).

Da die Bewertung von Kreditwürdigkeit im Wesentlichen aus der Auswertung und Verarbeitung von Informationen besteht, ist der Markt dafür natürlicherweise ein enges Oligopol. Die Angebotsstruktur dieser Industrie erlaubt Kostensenkungen, indem individuelle Informationsverarbeitung an einige wenige Dienstleister ausgelagert wird. Gleichzeitig sucht die Käufer-Seite, also die Investoren, nach einheitlichen und konsistenten Bewertungen möglichst vieler Emittenten.

Aus Sicht der klassischen Ökonomie werfen (a) die Marktstruktur (das heißt economies of scale) und (b) der Charakter des öffentlichen Gutes (Nichtausschließbarkeit, Rivalität, Skalenvorteile und Netzwerkexternalitäten) unmittelbar Fragen nach entweder (a) der Regulierung solcher Aktivitäten oder (b) der öffentlichen Bereitstellung der Dienstleistung auf. Folglich könnten öffentlich bereitgestellte Kreditbewertungen eine nützliche, ergänzende Rolle spielen.

Die Politikwissenschaft kennt (zu) viele Gründe dafür, dass Politik sich nicht drängt, Probleme zu entdecken und proaktiv zu bearbeiten. Aufgrund der Bedeutung der mit problematischen Kreditrankings verbundenen Fragen sind Verdrängen oder dilatorisches Behandeln aber immer schwerer zu rechtfertigen. Sie sind jedenfalls kostenträchtig. Der einfache Import von in den USA – im Lichte der dortigen Institute, Normen und Interessengeflechte entwickelten Regeln – ist auch nicht direkt einsehbar. Hier geht es nicht um eine nationale (europäische) Perspektive auf die Fragen. Die Verfahren beziehungsweise Modelle, die die Agenturen benutzen, lassen sich kaum nach derartigen Adjektiven qualifizieren (es gibt auch keine deutsche oder französische oder amerikanische Arithmetik oder Geometrie). Deshalb wäre eine europäische Agentur, die vermutlich identische Verfahren einsetzte, keine Antwort auf das Problem der stark fehlerhaften Performance (im Gegenteil, da sie Glaubwürdigkeitsprobleme, eben auch bei europäischen Investoren hätte, dürfte sie eher kontrainventive Folgen zeitigen). Allerdings könnte ein regulierter Wettbewerb zu einem komplementären (europäischen) Angebot führen.

Prinzipiell gilt es sich einzugestehen, dass Risiken bis zu einem gewissen Maße unberechenbar bleiben. Alle beteiligten Institutionen sind fehlbar. Alle sind überfordert. Es ist auch keine Lösung, das System so aufzustellen, dass möglichst viele ex post falsche Entscheidungen vermieden, damit aber der Fehler 2. Art maximiert und das Nutzen von Chancen minimiert wird.

Dennoch liegen einige Reformen auf der Hand. Es sollte eine konsistente Evaluation der Ergebnisse der Rating-Agenturen stattfinden. Weit wichtiger noch, der öffentliche Sektor sollte, wie in verschiedenen Initiativen angekündigt, die Referenz auf Rating-Agenturen tatsächlich auf ein Minimum beschränken – beginnend mit den Notenbanken. Vorsichtige – konservative – Politik spricht im Bereich der Eigenkapitalregulierung von Banken gegen immer komplexere Risikogewichtungsmodelle und für höhere Eigenkapitalpolster (Selbstversicherung) sowie für eine bindende Schuldenrelation. Diese gesteht letztlich nur ein, dass die Modelle zur Bemessung der Risiken nicht perfekt sind (Schäfer 2011). Das ist keine starke Behauptung.

Das Europäische Parlament hat im April 2009 erste Schritte in diese Richtung unternommen. Es stimmte einer Verordnung zur Regulierung der Rating-Agenturen zu. Kernpunkte sind die Registrierung der Agenturen, Verbot der Beratung von Banken, deren Produkte bewertet werden, die Offenlegung der Rating-Methoden und die Berufung zweier unabhängiger Board-Mitglieder. Die Aufsicht über die Rating-Agenturen in der Europäischen Union obliegt der Europäischen Marktaufsichtsbehörde ESMA. Seit 1. Juli 2011 müssen sich Rating-Agenturen auch bei der ESMA registrieren. Die registrierten Agenturen müssen außerdem für ihre Beaufsichtigung zah-



len. Das alles war nach der letzten Krise – im Umfeld der Durchsetzung des Financial Services Action Plan – noch unmöglich.

Der in der Einleitung zitierte Koalitionsvertrag hält also zu Recht fest, dass die Agenturen einer effektiven Regulierung bedürfen (übrigens auch eine Position, die in Europa bis vor ein paar Jahren noch in der Minderheit war). Es ist schwer begründbar, dass Europa hier keine gestaltende Rolle einnimmt beziehungsweise diese delegiert. Die im Koalitionsvertrag geforderte zivilrechtliche Haftung würde Agenturen im Falle einer Krise allerdings komplett überfordern. Es ist auch überprüfenswert, eventuell einen Wettbewerb um Mandate zu ermöglichen, die aus einem gebührengespeisten Pool zu finanzieren sind. Schließlich lohnt es sich auch die Nutzung öffentlicher Institutionen für Ratings zu prüfen. Zentral aber ist, die Feststellung des Koalitionsvertrags, dass „die Bedeutung externer Ratings reduzier(t)“ werden soll. Dem sollte konkretes Handeln folgen.

## Literaturverzeichnis

- Alp, A. (2013): Structural shifts in credit rating standards. *Journal of Finance*, LXVIII (6), 2435–2470.
- Bardos, M. und D. Plihon (1999): Détection des secteurs risqués – la méthode IRISK. *Bulletin de la Banque de France*, Nr. 69, September.
- Benmelech, E. und J. Dlugosz (2009): The alchemy of CDO credit ratings. *Journal of Monetary Economics*, 56, 617–634.
- Cantor, R. und F. Packer (1996): Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *The Journal of Fixed Income*, 6 (3), 76–91.
- CDU, CSU und SPD (2013): Deutschlands Zukunft gestalten. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD. 18. Legislaturperiode. [www.spd.de/linkableblob/112790/data/20131127\\_koalitionsvertrag.pdf](http://www.spd.de/linkableblob/112790/data/20131127_koalitionsvertrag.pdf) (abgerufen 1.12.2013).
- Chan, M.-L., H.-H. Kotz und D. Rutzka-Hascher (2007): Kreditforderungen als notenbankfähige Sicherheiten – Verfahren der Bundesbank zur Erleichterung der Sicherheitenstellung. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 60 (7), 316–322.
- Chappel, R. und W. Semmler (2012): Financial Reform in the U.S.: A Critical Survey of Dodd-Frank and What is Needed for Europe. *IMK Studies 28-2012*. IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Coffee, J. (2003): What Caused Enron? In: P. Cornelius und B. Kogut (Hrsg.): *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*. New York, OUP, 29–52.
- Coffee, J. (2011): Ratings reform: The good, the bad and the ugly. *Harvard Business Law Review*, 1, 231–278.
- Coval, J., J. Jurek und E. Stafford (2009): The Economics of Structured Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 3–25.
- Danielsson, J. et al. (2001): An academic response to Basel II. LSE Financial Markets Group. Special Paper No. 130
- De Grauwe, P. und Y. Li (2012): Mispricing sovereign risk and macroeconomic stability in the Eurozone. *Journal of Common Market Studies*, 50 (6), 866–880.
- Deutsche Bundesbank (2004): Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt. *Monatsbericht* Dezember, 43 ff.
- Diamond, D. (1984): Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, 51 (3), 393–414.

- Diamond, D. (1991): Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99 (4), 689–721.
- Edwards, F. und F. Mishkin (1995): The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy. Fed New York. *Economic Policy Review*, 27–47.
- Eijffinger, S. (2012): Rating agencies: Role and influence of their sovereign credit rating assessment in the Eurozone. *Journal of Common Market Studies*, 50 (6), 912–921.
- Elkhoury, M. (2009): Credit rating agencies and their potential impact on developing countries, United Nations Conference on Trade and Development. *Compendium on Debt Sustainability and Development*, 165–189.
- European Banking Authority (2013): Interim results of the EBA review of the consistency of risk-weighted assets. Top-down assessment of the banking book [www.eba.europa.eu/documents/10180/15947/Interim-results-EBA-review-consistency-RWAs\\_1.pdf/ca66e71f-7f91-40ad-9d76-8425fbc73473](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/15947/Interim-results-EBA-review-consistency-RWAs_1.pdf/ca66e71f-7f91-40ad-9d76-8425fbc73473) (abgerufen am 1.12.2013).
- European Parliament (2009): Proposal for a regulation of the european parliament and of the council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_de.htm).
- Fama, E. (1985): What's different about banks. *Journal of Monetary Economics*, 15, 20–39.
- Ferri, G., L.-G. Liu und J. E. Stiglitz (1999): The procyclical role of rating agencies: Evidence from the East Asian crisis. *Economic Notes*, Banca Monte dei Paschi di Siena, 28 (3), 335–355.
- Financial Crisis Inquiry Commission FCIC (2011): Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. [www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf) (abgerufen am 1.12.2013).
- Focarelli, D., A. Pozzolo und L. Casolaro (2008): The pricing effect of certification on syndicated loans. *Journal of Monetary Economics*, 55 (2008), 335–349.
- Gärtner, M., B. Griesbach und F. Jung (2012): Die Macht der Meinungsmacher: Ratingagenturen und staatliche Verschuldungsdynamiken. *Wirtschaftsdienst*, 92 (4), 251–255.
- Gaillard, N. (2014): What Is the Value of Sovereign Ratings? *German Economic Review*, 15, 208–224. doi: 10.1111/geer.12018.
- Gehrig, T. (1993): Intermediation in search markets. *Journal of Economics and Management Strategy*, 2, 97–120.
- Goldstein, M., G. Kaminsky und C. Reinhart (2000): Assessing Financial Vulnerability. An Early Warning System for Financial Markets. Washington, D. C., Institute for International Economics.
- Gorton, G. (2009): The Subprime Panic. *European Financial Management*, 15 (1), 10–46.
- Graham, J. und C. Harvey (2001): The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.
- Greenbaum, S. und A. Thakor (2007): *Contemporary Financial Intermediation*. Amsterdam, Elsevier.
- Haldane, A. (2012): On being the right size. Rede vom 25. Oktober 2012. [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech615.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech615.pdf).
- Hartmann-Wendels, T., A. Pfingsten und M. Weber (2010): *Bankbetriebslehre*. Heidelberg, Springer.
- Henking, A., C. Bluhm und L. Fahrmeier (2006): *Kreditrisikomessung. Statistische Grundlagen, Methoden, Modellierung*. Heidelberg, Springer.

- Higson, C., S. Holly, P. Kattuman und S. Platis (2004): The business cycle, macroeconomic shocks and the cross-section: the growth of UK quoted companies. *Economica*, 71 (281), 299–318.
- Hull, J. (2009): *Options, Futures, and other Derivatives*. Upper Saddle River, Pearson.
- IMF (2009): *Global Financial Stability Report October 2009. Navigating the Financial Challenges Ahead*, 88 und 93. [www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/text.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/text.pdf).
- James, C. (1987): Some evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Financial Economics*, 19, 217–235.
- Kligler, D. und O. Sarig (2000): The Information Value of Bond Ratings. *Journal of Finance*, 55 (6), 2879–2902.
- Kotz, H.-H. (2000): Basel II – Neue Anforderungen an die Bankenaufsicht. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Nr. 12/2000, 20–24.
- Kotz, H.-H. (2003): Rating-Agenturen – überforderte Euphoren. *Der Ökonom als Politiker. Festschrift für Wilhelm Nölling* (hrsg. von W. Hankel et al.), Stuttgart, Lucius und Lucius, 595–607.
- Kotz, H.-H. (2005): Les banques: découpées en morceaux puis oubliées. In: O. Pastré et al. (Hrsg.): *La Nouvelle Économie Bancaire*. Paris, *Economica*, 79–85.
- Krahen, J. P. (2005): Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarktes. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 6 (4), 499–519.
- Longstaff, F. und A. Rajan (2008): An empirical analysis of the pricing of collateralized debt obligations. *Journal of Finance*, LXIII (2), 529–563.
- MacKenzie, D. (2006): *An Engine, Not A Camera*. Cambridge, MA, MIT.
- Pagano, M. und P. Volpin (2010): Credit ratings failures and policy options. *Economic Policy*, April, 401–431.
- Partnoy, F. (1999): The Siskel and Ebbert of Financial Markets? Two Thumbs Down for Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*, 77 (3), 619–714.
- Reinhart, C. M. (2002): Default, currency crises, and sovereign credit ratings. *World Bank Economic Review*, 16 (2), 151–170.
- Reisen, H. und J. von Maltzan (1999): Boom and Bust and Sovereign Ratings. *International Finance*, 2 (2), 273–293.
- Saunders, A. und L. Allen (2010): *Credit Risk. Measurement in and out of the financial crisis*. Hoboken, NJ, Wiley.
- Schäfer, D. (2011): Banken: Leverage Ratio ist das bessere Risikomaß. *DIW Wochenbericht*, 78 (46), 11–17.
- Schelling, T. (1960): *The Strategy of Conflict*. Cambridge, MA, HUP.
- Schumpeter, J. (1911): *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. Berlin: Duncker & Humblot (Nachdruck der 4. Aufl. von 1934).
- Schweikhard, F. und Z. Tsesmelidakis (2010): The Impact of Government Interventions on CDS and Equity Markets. *Goethe Universität, CFS Working*, März 2010.
- Stiglitz, J. und B. Greenwald (2003): *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge, CUP.
- Stiglitz, J. und A. Weiss (1990): Banks as Social Accountants and Screening Devices for the Allocation of Credit. *Greek Economic Review*, 12, Supplement, Herbst, 85–118.
- Sylla, R. (2002): A Historical Primer on the Business of Credit Ratings. In: R. Levich et al. (Hrsg.): *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston, Kluwer Academic Publishers, 19–40.
- Tobin, J. und S. Golub (1998): *Money, Credit and Capital*. Boston, MA.

- Ueda, K. und B. Weder di Mauro (2012): Quantifying Structural Subsidy Values for Systemically Important Financial Institutions. IMF Working Paper No. 128. International Monetary Fund, Washington, D. C.
- U. S. Securities and Exchange Commission (2003): Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Washington, D. C.
- Weinstein, M. (1997): The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price. *Journal of Financial Economics*, 5, 329–350.
- White, L. (2013): Credit rating agencies: An overview. *Annual Review of Financial Economics*, 5, 93–122.