

Informationsfunktion und Regulierung von Ratingagenturen

Heinz-Dieter Smeets und Laura Cüppers



Prof. Dr. Heinz-Dieter Smeets ist Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Internationale Wirtschaftsbeziehungen, sowie Leiter der Forschungsstelle für Europäische Wirtschaftspolitik an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf. Bevorzugte Forschungsgebiete: Internationale Wirtschaftsbeziehungen, europäische Integration.



Laura Cüppers ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Internationale Wirtschaftsbeziehungen, an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf. Bevorzugte Forschungsgebiete: Internationale Wirtschaftsbeziehungen, europäische Integration.

Die zunehmende Kritik an der Bewertung von Bonitätsrisiken durch Ratingagenturen führte zu neuen Regulierungsvorschriften, die die Macht der Ratingagenturen begrenzen sollen. Grundlegende Überlegungen zeigen dabei zunächst, dass Ratings durchaus in der Lage sind, Informationsasymmetrien zwischen Kreditgebern und -nehmern zu reduzieren. Die Regulierungsbegründung basiert daher auch nicht primär auf einem Marktversagen im Ratingprozess selbst, sondern vielmehr auf Interdependenzen in Form von Interessenkonflikten sowie Folgeregulierungen im Bankenbereich und bei Anlagevorschriften, die mit dem Rating einhergehen.

Stichwörter: Ratingagenturen, Informationsasymmetrie, Regulierung, Staatsschuldenkrise

Im Zuge der Finanz- und der europäischen Staatsschuldenkrise rückten Ratingagenturen und ihre Ratingurteile vermehrt in den Fokus der öffentlichen Diskussion. Im Rahmen der Finanzkrise 2008–2009 wurde den Ratingagenturen ein Versagen bei der Durchführung ihrer Bonitätsbeurteilungen vorgeworfen. Durch die viel zu positive Bewertung der strukturierten Finanzprodukte innerhalb des Verbriefungsprozesses sollen sie maßgeblich dazu beigetragen haben, dass aus der Krise des amerikanischen Hypothekenmarktes eine globale Finanzkrise wurde. Im Rahmen der **Staatsschuldenkrise** wird jetzt erneut die Frage

nach der „Schuld“ der Ratingagenturen diskutiert, wobei der Schwerpunkt nun auf den vorher weniger beachteten Länderratings als Bonitätsurteil für Staatsschuldtitel liegt. Den Agenturen wird vorgehalten, durch eine **unverhältnismäßige Herabstufung** einiger Länder die europäische Staatsschuldenkrise verschärft zu haben (vgl. hierzu bspw. *Gärtner und Griesbach, 2012*). In diesem Zusammenhang wurde von Seiten der Politik eine vermehrte Regulierung der Ratingagenturen gefordert, um die von (Länder-)Ratings ausgehenden negativen Wirkungen sowohl auf die Finanzmarktstabilität als auch auf die Realwirtschaft abzumildern. Daher sollen im Folgenden – vor dem Hintergrund der informationstheoretischen Relevanz von Ratings – die neueren Regulierungsvorschriften sowie deren Begründung und Wirkungen diskutiert werden.

1. Informationstheoretische Relevanz von Ratings

Bei einem Rating handelt es sich um die subjektive Einschätzung der relativen Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls eines Schuldtitels durch eine Ratingagentur. Dabei ist die Marktstruktur im Bereich der Ratingagenturen dadurch gekennzeichnet, dass die drei größten Agenturen *Standard and Poors* (S&P), *Moody's Investor Services* (Moody's) und *Fitch Ratings* (Fitch) ca. 90 % des Weltmarktanteils auf sich vereinen (*Beck und Wienert, 2010*). Ihrer Einschätzung verleihen die Ratingagenturen durch die Vergabe eines Ratingsymbols aus einer ordinalen Rangskala (bspw. AAA (S&P) bzw. Aaa (Moody's) für Schuldtitel mit der geringsten Ausfallwahrscheinlichkeit) Ausdruck. So sollen Ratings lediglich die subjektive Meinung der Agenturen über die Bonitätslage widerspiegeln und explizit nicht als Investitionsempfehlung verstanden werden (*S&P, 2014*). Neben Ratings für Emittenten (Länder- und Unternehmensratings), die deren generelle **Bonitätslage** widerspiegeln, vergeben Ratingagenturen auch Ratings für einzelne Emissionen (Rating für Finanzprodukte) und beraten Unternehmen bei der Ausgestaltung von Finanzprodukten. Daraus möglicherweise entstehende Interessenskonflikte wurden bereits im Zusammenhang mit der Finanzkrise vielfältig diskutiert (vgl. hierzu bspw. *Hiß und Nagel, 2012, S. 182–196*).

In Bezug auf das Verhältnis zwischen den Vertragsparteien sind Unternehmensratings insbesondere dadurch charakterisiert, dass sie in der Regel vom Emittenten in Auftrag gegeben und von diesem auch bezahlt werden (**Issuer-Pays-Modell**). Daraus resultiert über den Ratingprozess hinweg eine enge Zusammenarbeit mit der Ratingagentur. Durch die Erstellung eines Rating-Handbooks und der sogenannten „Management-Präsentation“ werden die für die Beur-

teilung der Bonität relevanten Informationen durch den Emittenten aufbereitet und der Agentur zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus kann es im Rahmen der Beurteilung zu weiteren Managementgesprächen oder auch Unternehmensbegehung etc. kommen. Die Ratingagentur erhält dadurch tiefere Einblicke in die zu beurteilenden Unternehmen, die anderen Marktteilnehmern nicht zur Verfügung stehen (Schmidt, 1996).

Im Gegensatz dazu erfolgt bei der Erstellung eines **Länderratings** normalerweise kein Einbezug des Emittenten in den Ratingprozess. Dies liegt darin begründet, dass Länderratings in der Regel vom Emittenten weder beauftragt noch bezahlt werden, was schon allein daran zu erkennen ist, dass die meisten Länder von allen drei großen Agenturen ein Rating erhalten und nicht nur von einer, die sie beauftragt haben. Die Ratingagenturen verwenden die Einschätzung des Länderrisikos vielmehr zur Beurteilung des Bonitätsrisikos eines in diesem Land ansässigen Unternehmens. Dies wird mit der „**Power-to-tax**“ der Staaten begründet. Dahinter steht die Vorstellung, dass Liquiditätsengpässe des Staates durch die Erhöhung von Steuern kurzfristig überbrückt werden können – allerdings auf Kosten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, was wiederum negativ auf die Unternehmen zurückwirken kann (Michaelis und Käfer, 2012, S. 96). Die Länderrisikoeinschätzungen werden dann als Länderratings publiziert. Insofern basieren Länderratings im Gegensatz zu Unternehmensratings nicht auf Informationen, die die Ratingagentur aus der Zusammenarbeit mit dem Emittenten erhält, sondern lediglich auf öffentlich zugänglichen Informationen. Um die informationstheoretische Relevanz von Länder- und Unternehmensratings differenziert zu untersuchen, soll im Folgenden zunächst die grundsätzliche Informationsfunktion eines Ratings vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen einem Kreditgeber und -nehmer betrachtet werden.

1.1. Informationsfunktion von Ratings

Die Ratingagenturen nehmen bei ihrer Bewertung eine Aggregation von Informationen vor und stellen diese dem Markt zur Verfügung. Auf informationseffizienten Kapitalmärkten, auf denen alle Marktteilnehmer gleich gut informiert sind – wie es beispielweise in der neoklassischen Finanzmarkttheorie angenommen wird – besteht keine Notwendigkeit für eine Ratingagentur als Informationsintermediär aufzutreten, da ein Rating keine neuen Informationen enthalten kann. Eine ökonomisch relevante Informationsfunktion kann ein Rating daher nur auf **informationsineffizienten Kapitalmärkten** erfüllen.

Grundsätzlich sind die Märkte sowohl für Staats- als auch für Unternehmensanleihen durch **Informationsasymmetrien** gekennzeichnet, da die Kreditnehmer naturgemäß besser über ihr Bonitätsrisiko informiert sind als die Kreditgeber. Diese Informationsasymmetrien können theoretisch zu verschiedenen Problemen sowohl vor Vertragsabschluss als auch im Laufe der Kreditbeziehung führen und damit eine ineffiziente Kapitalallokation hervorrufen (vgl.

zur Prinzipal-Agenten-Theorie Kräkel, 2012, Kapitel 2). Vor Vertragsabschluss besteht auf Seiten der Kreditgeber (Prinzipal) Unsicherheit über die Qualitätseigenschaften („*Hidden Characteristics*“) des Kreditnehmers (Agent). Da schlechtere Eigenschaften mit höheren Zinsen einhergehen, kann für die Kreditnehmer ein Anreiz bestehen, ihre negativen Eigenschaften zu verbergen. Sollte dies dazu führen, dass die Kreditgeber das Bonitätsrisiko nicht verlässlich beurteilen können und es den guten Kapitalnehmern darüber hinaus nicht gelingt, ihre Qualität hinreichend zu belegen, kann dies über das Problem der „**adversen Selektion**“ zu Verzerrungen bis hin zum **Marktversagen** führen. Informationsasymmetrien nach Vertragsabschluss resultieren entweder daraus, dass der Prinzipal nicht in der Lage ist, die Handlungen des Agenten zu beobachten („*Hidden Action*“) und daher opportunistisches Verhalten („*Moral Hazard*“) ermöglicht wird oder aber daraus, dass ihm – selbst wenn er die Handlungen beobachten kann – die dahinterstehende Absicht des Agenten nicht bekannt ist („*Hidden Intention*“). Da der Vertrag und dadurch ein Abhängigkeitsverhältnis zwischen Prinzipal und Agent aber bereits Zustande gekommen ist, hat dieser kein geeignetes Instrument mehr, um den Agenten zum vorteilhaften Handeln zu bewegen („*Hold up*“) (Schätzle und Theurl, 2010, S. 5–8).

Die Informationsasymmetrie zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern sowie die daraus resultierenden – zuvor beschriebenen – Probleme können entweder dadurch reduziert werden, dass die Beteiligten selbst zur Informationsverbesserung beitragen (Signaling, Screening) oder aber einen (**spezialisierten**) **Dritten** – hier: eine **Ratingagentur** – einschalten, der diese Funktion übernimmt. Wenn dies der Fall ist, entstehen auf diese Weise aber auch neue Prinzipal-Agenten-Beziehungen (vgl. dazu ausführlich Morkötter und Westerfeld, 2008), wie aus Abb. 1 deutlich wird.

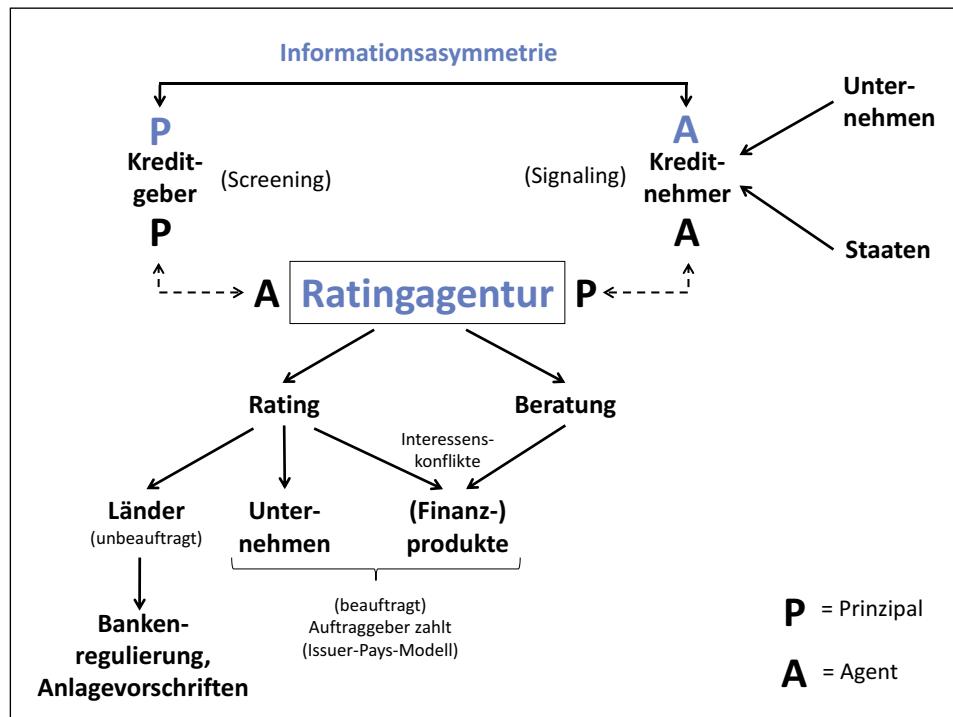
Geht man also von einem Markt mit Informationsasymmetrien aus, so ist zu prüfen, ob Ratings ein geeignetes Instrument zum Abbau dieser Marktunvollkommenheit darstellen. Dafür soll im Folgenden zunächst die Informationsverteilung an den Märkten für Unternehmens- und Staatsanleihen beschrieben und anschließend der Einfluss eines Ratings darauf untersucht werden.

1.2. Wirkung von Unternehmensratings auf die Informationsverteilung

Die nachfolgende Darstellung erfolgt dabei ein Anlehnung an Wagner (1991, S. 69 ff.), der die Marktteilnehmer anhand ihres **Informationsstandes** in die Gruppen Basis, Outsider, Insider und Kapitalnehmer einordnet. In Abb. 2 werden die Gruppen dabei zur Vereinfachung nach der Art der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen (öffentliche oder nicht öffentliche) zusammengefasst. In die erste Gruppe der Marktteilnehmer gehören diejenigen Akteure, die ausschließlich auf **öffentliche Informations** zurückgreifen. Diese können darüber hinaus danach eingeteilt werden, ob sie selber Kosten für die Informationsgewinnung aufwenden (Outsider) oder ob sie darauf

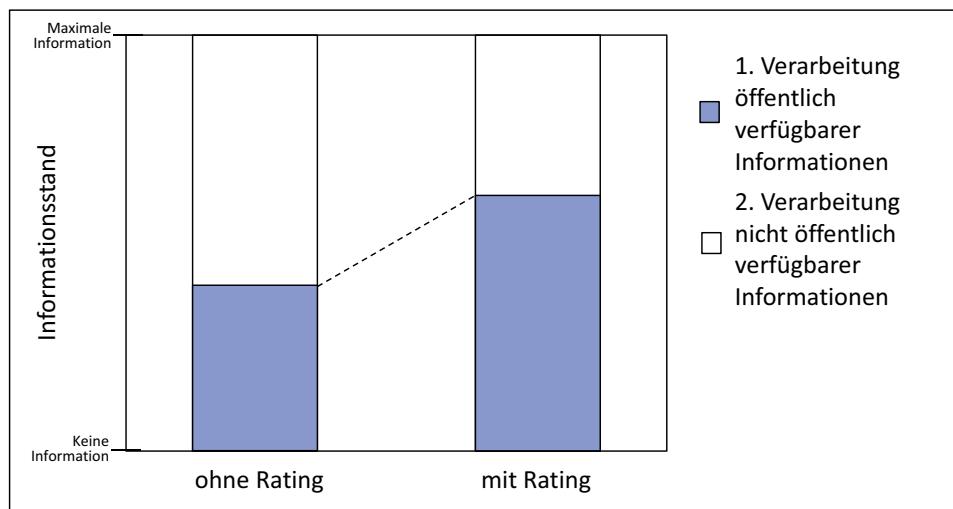
Quelle: Eigene Darstellung

Abb. 1: Übersicht über die Funktionen von Ratingagenturen



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wagner (1991).

Abb. 2: Veränderung des Informationsstands durch ein Unternehmens-Rating.



verzichten (Basis). In dieser Gruppe kann bestenfalls von halbstrenger bzw. schwacher Informationseffizienz sprechen. Demgegenüber verfügt die zweite Gruppe über Zugang zu nicht öffentlichen Informationen. Dabei handelt es sich zum einen um **Insider**, die aufgrund ihrer Position (z. B. Bankmitarbeiter) über bessere Informationen verfügen und zum anderen um die Kapitalnehmer selbst, die naturgemäß über den maximalen Informationsstand bezüglich der eigenen Bonität verfügen.

Abb. 2 zeigt des Weiteren die Veränderung des Informationsstands der Marktteilnehmer durch die Veröffentlichung eines **Unternehmensratings**. Der Informationsstand der ersten Gruppe erhöht sich, während derjenige der zweiten Gruppe konstant bleibt. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Ratingagentur Zugang zu nicht öffentlich verfügbaren Informationen hat und diese in das Rating

einfließen lässt. Dies erscheint bei einem beauftragten Rating aufgrund des Einbezugs der Emittenten in den Ratingprozess plausibel, da die Ratingagentur Einblicke in das betreffende Unternehmen erhält, die Außenstehenden nicht gewährt werden. Dabei wird man ferner davon ausgehen können, dass der **Informationsgewinn** bei kleinen (unbekannteren) Unternehmen relevanter sein wird als bei großen Unternehmen, da im zweiten Fall – aufgrund von Publikationspflichten und allgemeinem (Medien-)Interesse – die öffentlich verfügbaren Informationen umfangreicher sein werden. Durch die Verarbeitung der zuvor nicht öffentlichen Informationen und der Bereitstellung als Kennzahl kann der Informationsnachteil der Kapitalgeber demzufolge verringert werden. Das Rating eines Unternehmens trägt also grundsätzlich zum Abbau der bestehenden Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgeber und -nehmer bei und kann daher als geeignetes Instrument

zur Verringerung der mit Informationsasymmetrien einhergehenden Problematiken angesehen werden.

1.3. Wirkung von Länderratings auf die Informationsverteilung

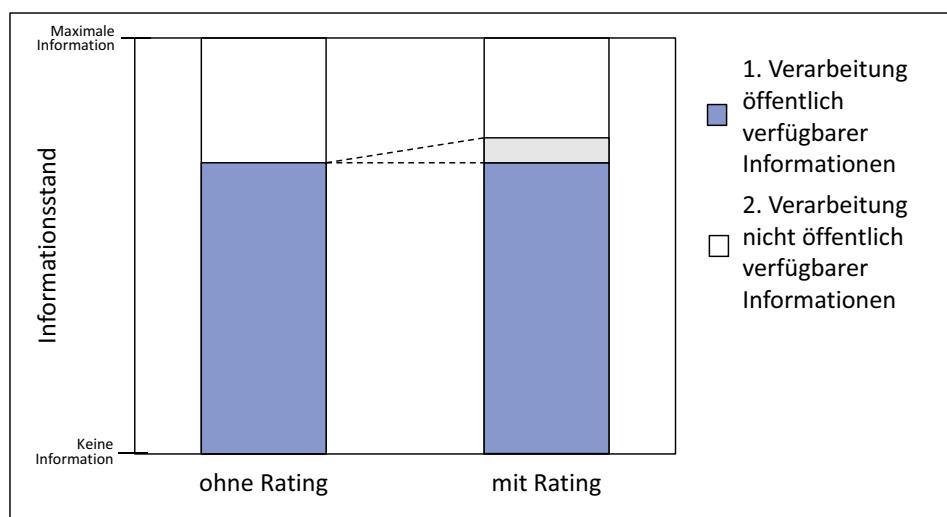
Auf dem Markt für **Staatsanleihen** kann im Vergleich zu Unternehmensanleihen allgemein von einem höheren Anteil öffentlich verfügbarer Informationen ausgegangen werden, da es sich bei den relevanten Daten im Wesentlichen um **makroökonomische Kennzahlen** handelt, die leicht zu beschaffen sind und deren Interpretation, im Vergleich zu Unternehmenskennzahlen, einfacher ist. Kennzahlen wie der Schuldenstand oder die Neuverschuldung eines Landes sind bspw. durch die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgegebenen Grenzwerte leichter zu bewerten als die Fremdkapitalquote eines Unternehmens. Geht man nun davon aus, dass das Länderrating unbeauftragt erstellt wird und während des Ratingprozesses keine Zusammenarbeit zwischen der Ratingagentur und dem zu bewertenden Land erfolgt, dann gehen in das Rating nur **öffentliche verfügbare Informationen** ein. Durch die Veröffentlichung dieses Ratings wird sich zwar der Informationsstand der Basis erhöhen, da diesen Marktteilnehmern nun ohne die Aufwendung zusätzlicher Kosten eine größere Informationsmenge zur Verfügung steht. Der maximale Informationsstand aller Marktteilnehmer, die öffentlich verfügbare Informationen verarbeiten, wird sich aber, wie aus Abb. 3 ersichtlich, durch ein Rating zunächst einmal nicht erhöhen, da die Ratingagentur dieselben Informationen verarbeitet wie die Marktteilnehmer. Zu einer Erhöhung des Informationsstands kann es lediglich unter der Annahme kommen, dass die Ratingagenturen in der Lage sind, dieselben Informationen, bspw. aufgrund einer größeren Expertise im Umfang mit Kennzahlen, **effizienter** auszuwerten. Dieser positive Effekt bei Länderratings würde aber im Vergleich zu Unternehmensratings, bei denen er durch den Einbezug zuvor nicht öffentlicher Informationen entsteht, wesentlich geringer ausfallen und kommt darüber hinaus auch nur zum Tragen, wenn das **Bewertungsmodell** der Ratingagenturen tatsächlich besser ist als das der anderen Marktteilnehmer. Zu eindeutig posi-

tiven Effekten für die Outsider kommt es nur dadurch, dass diese jetzt wesentlich weniger Informationsbeschaffungs- und -auswertungskosten aufwenden müssen, als in der Situation ohne Rating. Die bestehende Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgeber und -nehmer lässt sich daher durch das Länderrating nicht bzw. nur in begrenztem Ausmaß verringern.

2. Regulierungsbegründung

Vor dem Hintergrund der zuvor erläuterten informations-theoretischen Grundlagen stellt sich somit zunächst die Frage nach der ökonomischen Begründung einer Regulierung von Ratingagenturen. Dabei wäre zu erwarten, dass sich die Argumente in erster Linie auf ein Marktversagen beim Ratingprozess selbst stützen. Die bisherigen Überlegungen haben allerdings gezeigt, dass Ratings durchaus in der Lage sind, die Informationsasymmetrie zwischen Kreditgebern und -nehmern zu reduzieren – auch wenn sich das Ausmaß der zusätzlichen öffentlich verfügbaren Informationen bei Unternehmens- und Länderratings deutlich unterscheidet. Voraussetzung für diese positive Entwicklung ist jedoch, dass die Informationen von den Ratingagenturen zum einen adäquat verarbeitet und darüber hinaus nicht durch **Interessenskonflikte** verfälscht werden. Dieses Problem wird etwa im Zusammenhang mit Unternehmensratings diskutiert, da in diesem Bereich die Auftraggeber des Ratings (Emittenten) zugleich auch diejenigen sind, die dafür zahlen (**Issuer-Pays-Modell**). Trotz dieser potenziellen Probleme und im Gegensatz zur öffentlichen Kritik attestieren empirische Untersuchungen den Ratingagenturen insgesamt einen guten Leistungsausweis – zumindest bis zum Beginn der Finanzkrise. Auch die Herabstufungen während der europäischen Staatsschuldenkrise sind nicht per se als Fehlleistung zu beurteilen (vgl. IWF, 2010; Kiff u. a., 2011).

Die gegenwärtige **Regulierung** basiert daher auch nicht (primär) auf einem **Marktversagen** im Ratingprozess selbst, sondern vielmehr auf Interdependenzen, die mit einem Rating verbunden sind. Dabei wird zum einen auf Interdependenzen abgestellt, die zwischen einzelnen Ge-



schäftsfeldern der Ratingagenturen entstehen. Ein Beispiel hierfür bilden mögliche **Interessenskonflikte**, die sich aus der Beratung bezüglich der Ausgestaltung von Finanzprodukten und deren nachfolgendem Rating durch ein und dieselbe Agentur ergeben können. In diesem Fall ist der spezialisierte Dritte möglicherweise nicht unparteiisch und es würden informationsverfälschende Eigeninteressen einfließen, die wiederum eine staatliche Regulierung erfordern können. Diese Probleme wurden insbesondere im Zusammenhang mit der Finanzkrise offenkundig. Zum andern geht es um Interdependenzen zwischen dem Rating und damit verbundenen (unerwünschten) Wirkungen in anderen Bereichen der Volkswirtschaft. Im Mittelpunkt dieser Diskussion steht die Verwendung (insbesondere) von Länderratings im Rahmen der **Bankenregulierung** und von **Anlagevorschriften**. Diese Interdependenz hat gerade während der Staatsschuldenkrise eine bedeutende Rolle gespielt.

Den Ausgangspunkt einer krisenverstärkenden Wirkung von Länderratings bildeten dabei Anlagevorschriften (bspw. für Versicherungen und Pensionsfonds), die an ein bestimmtes **Mindestrating** (bspw. Investment-Grade) geknüpft waren. Als diese Schwellen(n) durch fortdauernde Herabstufungen unterschritten wurde(n), kam es zu quasi-automatischen (**Zwang**)-**Verkäufen** entsprechender Titel, in deren Konsequenz wiederum die Kurse sanken und daher die Zinsen stiegen. Die Folge waren starke Verwerfungen an den betroffenen Finanzmärkten („Cliff-Effects“). Dies führte im nächsten Schritt dazu, dass sich die bilanzielle Vermögens- und Gewinnsituation der Banken in den Krisenstaaten (zusätzlich verstärkt durch die Verpflichtung zur Fair-Value-Bewertung der Vermögensaktiva nach IFRS) nachhaltig schwächte. Als unmittelbare Folge konnte dabei eine **erhebliche Verminderung des Eigenkapitals** der Banken beobachtet werden, die wiederum aus regulatorischen Gründen deren Kreditvergabemöglichkeiten signifikant einschränkte und im Einzelfall sogar die Fortführung der Geschäftstätigkeit in Frage stellte (vgl. zur Eigenkapitalunterlegung in der Regulierung *Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht*, 2004).

Maßgeblich zu dieser Entwicklung beigetragen hat dabei die Tatsache, dass bestehende Regulierungsvorschriften für Finanzinstitutionen selbst die Anlage in Anleihen des (heimischen) Staates privilegiert. Für europäische Staatsanleihen, die mindestens mit AA- bewertet werden, muss – im Gegensatz zu vergleichbar bewerteten Unternehmensanleihen – gemäß Basel-II überhaupt **keine Risikovorsorge** getroffen werden. Somit bildeten diese Regulierungsvorschriften gleichzeitig einen Anreiz für Banken, zunehmend die Kreditvergabe an private Kreditnehmer durch die Kreditvergabe an öffentliche Schuldner zu substituieren, was im Zuge der weltweiten Finanzkrise ab August 2008 und der daran anschließenden Weltwirtschaftskrise ab 2009 auch tatsächlich eintrat (vgl. *Lambert*, 2014). Dieser **Teufelskreis** von Banken- und Staatsschuldenkrise ist dadurch gekennzeichnet, dass auf der einen Seite (staatliche) Bankenrettungen die Haushaltsslage verschlechtern, während auf der anderen Seite Kursverluste

von Staatsanleihen die Liquiditätssituation der Banken negativ beeinflussten. Die zuvor erläuterten Interdependenzen und deren Wirkungen während der Finanz- und Staatsschuldenkrise haben letztlich dazu geführt, dass dem immer lauter werdenden Ruf nach einer **strengeren Regulierung** der Ratingagenturen von Seiten der Europäischen Union (bereitwillig) nachgegeben wurde.

3. Neugestaltung der Regulierung

Bis in die jüngere Vergangenheit gab es keine signifikante Regulierung von Ratingagenturen. Entsprechende Vorschriften bestanden im Wesentlichen aus einer an Auflagen hinsichtlich der Unabhängigkeit und des Monitorings des Ratingprozesses gebundenen Registrierungspflicht für Ratingagenturen (vgl. EU, 2009; 2011). Im Zusammenhang mit der europäischen Staatsschuldenkrise kam es 2013 jedoch zu einer (weiter) verschärften Regulierung von Ratingagenturen, in deren Mittelpunkt nun die folgenden **Maßnahmen** stehen (vgl. EU, 2013):

1. Veröffentlichung von unbeauftragten Länderratings nur noch zu vorab **angekündigten Terminen** außerhalb der Handelszeiten der europäischen Finanzmärkte und maximal zwei- bis dreimal im Jahr.
2. Reduktion von Interessenkonflikten beispielsweise durch die regelmäßige **Rotation** der Ratingagentur und die Festlegung von Grenzen für die Kapitalbeteiligung beauftragter Analysten an den zu bewertenden Unternehmen.
3. Erhöhung der **Haftbarkeit** der Ratingagenturen für ihre Ratingurteile, sofern diese vorsätzlich oder grob fahrlässig den Regulierungsregeln zuwider gehandelt haben.
4. Kritische Überprüfung des „übermäßigen **Rückgriffs auf Ratings**“ durch Finanzinstitute (Art. 5a), die Europäische Aufsichtsbehörde (Art. 5b) und im Unionsrecht (Art. 5c) sowie Veränderung entsprechender Regelungen bis 2020, sofern geeignete Alternativen gefunden werden.

Diese Regulierungsvorschriften setzen – wie unschwer zu erkennen ist – nahezu ausschließlich an den zuvor aufgezeigten Interdependenzen an. Dabei bleibt jedoch zunächst offen, ob diese neuen Vorschriften auch zielführend sind.

Betrachtet man zunächst die **Rotationsvorschrift** bei der Erstellung von Ratings für strukturierte Finanzprodukte, so können auf diese Weise sicherlich Interessenkonflikte reduziert werden. Dieser möglichen Verbesserung der Ratingqualität stehen allerdings auch Nachteile gegenüber. Diese können insbesondere im Wegfall von Lern- und Skaleneffekten sowie „economies of scope“ innerhalb der Ratingagentur begründet sein. Darüber hinaus könnte die disziplinierende Wirkung der Reputation aufgrund der zeitlich begrenzten Geschäftsbeziehung abgeschwächt werden.

Deutlich kritischer sind aber die Vorgaben im Rahmen der Länderratings zu beurteilen. Die **Begrenzung der Veröffentlichung** auf wenige, im Voraus festgelegte Tage im Jahr und dann wiederum an einem Freitag nach Handels-

schluss zeigt deutlich, dass man versucht, die Wirkung der Ratings zu reduzieren, ohne jedoch an den Ursachen anzu setzen. Das grundsätzliche Verbot, Länderratings außerhalb der festgesetzten Tage zu veröffentlichen, gleicht dem Verbot, bei einem Kranken Fieber zu messen, um dessen ernsten Zustand zu verschleieren. Da sich die Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit in diesem Bereich weitgehend auf öffentliche Informationen stützt, ist allerdings kaum damit zu rechnen, dass am Markt nur deshalb keine Kursreaktionen zustande kommen werden, weil zum Zeitpunkt der akuten Krise keine Länderratings veröffentlicht werden dürfen. Und selbst wenn keine unmittelbare Reaktion zustande käme, würden die Kursanpassungen spätestens beim nächsten erlaubten Ratingtermin umso stärker ausfallen. Dies liegt darin begründet, dass nicht das Länderrating selbst das Problem bildet, sondern die darauf basierenden Regulierungen. Erst wenn weder **Anlagevorschriften** noch die **Bankenregulierung** auf Ratings zur Beurteilung von Ausfallwahrscheinlichkeiten zurückgreifen würden, wären die Länderratings und deren Anpassung „unschädlich“. Als Ergebnis würde man sie wohl einfach ignorieren.

Damit stellt sich aber auch die Frage nach adäquaten Alternativen. Hierbei wird gelegentlich auf **Credit Default Swaps** (CDS) verwiesen. Im Gegensatz zu Länderratings stellt ein CDS-Kurs ein objektiveres Maß (in Geldeinheiten) für die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Staatsanleihe dar, das zudem nicht auf Basis der intransparenten Scorebildung einzelner Unternehmen zustande kommt, sondern das Ergebnis eines Marktprozesses darstellt. Bezogen auf die aktuelle Staatsschuldenkrise hätte ein solches Vorgehen allerdings keinen wesentlichen Unterschied erbracht, da die so gemessenen **Risikoprämien** ebenfalls deutlich angestiegen sind und ähnliche Reaktionen ausgelöst hätten. Eine deutliche Verbesserung der gegenwärtigen Situation ließe sich hingegen bereits dadurch erreichen, dass Banken die von ihnen gehaltenen Staatsanleihen mit **Eigenkapital** unterlegen müssen – unabhängig davon, woran das Risiko gemessen wird. Auf diese Weise – möglichst ergänzt durch das Verbot, gegenüber Staaten Klumpenrisiken eingehen zu dürfen – ließe sich das Verlustrisiko der Banken als Folge von Staatsschuldenkrisen erheblich reduzieren, da sie weniger Staatsanleihen halten würden. Es bleibt aber die bisher unbeantwortete Frage nach glaubwürdigen **Alternativen für Ratings** (Adamek und Miremad, 2012).

Aus politischer Sicht versucht man also durch die Regulierung, die von Länderratings ausgehenden Wirkungen weitgehend zu beschränken. Dies ist – wie zuvor erläutert – entweder dadurch zu realisieren, dass andere Regulierungen nicht auf Ratings zurückgreifen oder dadurch, dass die Ratings (temporär) nicht angepasst werden (dürfen). In dieses Bild passt auch der Vorschlag, eine **europäische Ratingagentur** aufzubauen, die möglicherweise politisch „genehmte“ Ratings bereitstellt (Beck und Wienert, 2010). Im weitesten Sinne könnte auch dies als Regulierungsmaßnahme interpretiert werden. Alle Regulierungen, die am Länderrating selbst ansetzen, können vor diesem Hin-

tergrund aber bestenfalls „second-best“ Lösungen darstellen, weil sie nur die Wirkungen, nicht aber die Ursachen der unerwünschten Effekte betreffen.

4. Zusammenfassung

Die hier angestellten Überlegungen haben gezeigt, dass Ratings grundsätzlich in der Lage sind, die **Informationsasymmetrie** zwischen Kreditgeber und -nehmer zu reduzieren. Voraussetzung für diese positive Entwicklung ist jedoch, dass die Ratingagenturen die Informationen adäquat verarbeiten und sich mögliche **Interessenskonflikte** nicht negativ auf die Qualität des Ratings auswirken. Verschärfte Regulierungsforderungen resultieren aber nicht primär aus dem Ratingprozess selbst, sondern vielmehr aus Interdependenzen, die mit dem Rating einhergehen. Im Mittelpunkt stehen dabei die Bankenregulierung und Anlagenvorschriften auf der einen Seite sowie Interessenskonflikte zwischen Rating und Beratung auf der anderen Seite. Während die neuen Regelungen Interessenskonflikte vermindern können, stellen die Vorschriften bezüglich der Länderratings weder Maßnahmen dar, die die Stabilität des Banken- und Finanzsystems potenziell verbessern, noch die Interdependenz zwischen Staatsschulden- und Bankenkrisen abzuschwächen vermögen. Die Kritik sollte sich daher weniger gegen die Ratings als vielmehr gegen diejenigen Regulierungen richten, die darauf basieren.

Literatur

Adamek, J., Miremad, A. (2012): Kreditratingagenturen und ihre Rolle in der Schuldenkrise, in: Die Volkswirtschaft, Heft 10.

Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004): Internationale Konvergenz der Kapitalmessung und Eigenkapitalanforderung, Übersetzung der Deutschen Bundesbank, Juni 2004.

Beck, H., Wienert, H. (2010): Brauchen wir eine europäische Rating-Agentur?, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jg., Heft 7, S. 464–469.

EU (2009): Verordnung 1060/2009 EG, in: Amtsblatt L 302/1, 2009.

EU (2011): Verordnung 513/2011 EG, in: Amtsblatt L 145, 2011.

EU (2013): Verordnung 462/2013 EG, in: Amtsblatt L 143/1, 2013.

Gärtner, M., Griesbach, B. (2012): Rating Agencies, Self-Fulfilling Prophecy and Multiple Equilibria? An Empirical Model of the European Sovereign Debt Crisis 2009–2011, in: Discussion Paper Nr. 2012–15, Universität St. Gallen.

Hiß, S., Nagel, S. (2012): Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung, Baden-Baden, S. 182–196.

IWF (2010): Global Financial Stability Report, Kapitel 3, Oktober 2010, Washington DC.

Kiff, J., Nowak, S., Schumacher, L. (2011): Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings, in: IMF Working Paper 12/23, Washington DC.

Lambert, C. (2014): Die Verbindung zwischen Staats- und Bankenkrise: Wie kann man diese entkoppeln?, in: DIW Roundup 11, Berlin.

Michaelis, J., Käfer, B. (2012): Länderrisiko. Die ökonomischen Konsequenzen einer Herabstufung durch die Ratingagenturen, in: Wirtschaftsdienst, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 92. Jg., Heft 2, S. 95–100.

Morkötter, S., Westerfeld, S. (2008): Asset Securitisation: Die Geschäftsmodelle von Ratingagenturen im Spannungsfeld einer

Principal-Agent-Betrachtung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft Nr. 9, S. 23/393–26/396.

Schätzle, D., Theurl, T. (2011): Ratingagenturen in der Kritik: Eine Analyse der Reformforderungen und -vorschläge, in: Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, No.116, S. 5–8.

Schmidt, M. (1996): Zweck, Ziel und Ablauf des Ratings aus Emittentensicht, in: Büschgen, H.E.; Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating, Wiesbaden.

Standard & Poor's (2014): Standard & Poor's Ratings Definitions. URL: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/eu/?articleType=HTML&assetID=1245365752249> (15.05.2014).

Wagner, W.-C. (1991): Rating mittelständischer Unternehmungen: Fundierung und Konzeption einer standardisierten Unternehmensbeurteilung durch Rating, Frankfurt a. M.

Wichtig für Alle.



Vorsorge für Unfall, Krankheit und Alter
Broschüre, hrsg. vom Bayerischen Staatsministerium der Justiz.
Geheftet € 4,90
ISBN 978-3-406-66321-5

Ihre Rechte als Patient
Broschüre, hrsg. von: Der Paritätische Gesamtverband.
Geheftet € 4,40
ISBN 978-3-406-64820-5

Erhältlich im Buchhandel oder bei: beck-shop.de | Verlag C.H.BECK oHG · 80791 München | bestellung@beck.de | Preise inkl. MwSt. | 156044



Bezugspreise 2015

WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium

In Gemeinschaft mit dem Verlag Franz Vahlen.

Die Bezugspreise (einschließlich MwSt.)
betragen ab 1. Januar 2015:

Normalpreis	halbjährlich € 99,-
Vorzugspreis für Studenten fachbezogener Studiengänge (gegen Nachweis)	halbjährlich € 49,-
jeweils zuzüglich Vertriebs-/Direktbeorderungsgebühren halbjährlich (€ 6,60/€ 1,70)	€ 8,30.
Abbestellung bis 6 Wochen vor Halbjahresende.	
Einzelheft	€ 19,50

Bestellen Sie bei Ihrem Buchhändler oder bei:
beck-shop.de oder Verlag C.H.BECK · 80791 München · Fax: 089/38189-358 · www.beck.de

