

Dr. Volker Wissing, MdB  
Vorsitzender des Finanzausschusses  
Deutscher Bundestag  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

19. März 2010

**Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung)“ - BT-Drucksache 17/716**

Sehr geehrter Herr Dr. Wissing,

anliegend erhalten Sie meine Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung)“ für die Anhörung am 24. März 2010 in Berlin.

Die Stellungnahme enthält meine persönliche Auffassung. Im Übrigen verweise ich auf zwei Aufsätze in der Zeitung für das gesamte Kreditwesen (ZfgK):

- „Rating: Entscheidungshilfe, kein Entscheidungersatz“, ZfgK 04/2005
- „Ratingagenturen: Verstaatlichen statt beaufsichtigen“, ZfgK 13/2009

Mit freundlichem Gruß



Anlagen

**Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung)“ - BT-Drucksache 17/716**

**1. Vorbemerkung**

Ratingagenturen werden - und diese Meinung ist breit getragen - mitverantwortlich gemacht für die Ausbreitung der Finanzmarktkrise. Professor Ottmar Issing, ehemaliger Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank (EZB), hat die Ratingagenturen mithin „Brandbeschleuniger“ genannt. Er hat auf Interessenkonflikte hingewiesen und auf qualitative Mängel bei erstellten Ratings. Jochen Sanio, Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, hat die Ratingagenturen als „größte unkontrollierte Machtstruktur im Weltfinanzsystem“ und „Profitmaschinen“ bezeichnet.

Thomas Friedman, renommierter Kommentator der New York Times, schrieb schon vor mehr als einem Jahrzehnt: „Es gibt meiner Meinung nach noch zwei Supermächte auf der Welt: die USA und Moody's. Die USA können jemand durch Bomben zerstören, Moody's durch die Herabstufung eines Ratings. Und glauben Sie mir, manchmal ist nicht klar, wer mehr Macht besitzt.“

**2. Zum Gesetzentwurf**

Nun schicken wir uns an, diese Macht zu beschneiden. Helfen sollen Kontrollen mittels Regularien und Aufsicht. Gleichwohl ist

der Handlungsspielraum des deutschen Gesetzgebers gering, hat doch die Europäische Union Ende vergangenen Jahres eine entsprechende Ratingverordnung geschaffen. Begründet hat sie diese Verordnung mit immerhin 75 Textziffern. Für einen Übergangszeitraum soll die Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) übertragen werden, die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) wird diese Aufgaben dann ab 1. Januar 2011 übernehmen.

Beaufsichtigt wird die Einhaltung der in der Verordnung geregelten Pflichten von Ratingagenturen. Bei Zuwiderhandlungen drohen Bußgelder und auch der Widerruf der Zulassung kann als ultima ratio ausgesprochen werden. Doch wird diese Aufsicht dem Anspruch gerecht, das „Versagen der Ratingagenturen in der Zukunft zu verhindern“, wie es im Gesetzentwurf heißt?

Zweifelsohne hat sich der Gesetzgeber viel Mühe im Detail gemacht. Details zermürben und die Realität wird gewiss zeigen, dass so mancher (Beaufsichtigungs-)Teufel im Detail liegt.

„Unkontrolliert“ (Sanio) werden die Ratingagenturen also künftig nicht mehr sein. Doch schafft es der Bußgeldkatalog, der 46 Ordnungswidrigkeiten akribisch auflistet, dem formulierten hohen Anspruch zu genügen? Zweifel scheinen angebracht.

Mir ist schon klar, dass sich die Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages mit der Handhabbarkeit der einzelnen vorgeschlagenen Regelungen beschäftigen muss. Auf dieser Flughöhe kann ich nur sehr begrenzt Ratgeber sein. Ich

kann nur darauf verweisen, dass ich persönlich Zweifel an der Wirksamkeit der Maßnahmen habe, weil das bestehende System lediglich als sanierungsbedürftig und nicht als ersetzungswürdig angesehen wird.

### **3. Der Grundwiderspruch bleibt**

Ratingagenturen werden auch künftig für ihre Urteile von den Beurteilten bezahlt. Die Gefahr, dass Risiken unterzeichnet werden, bleibt somit latent vorhanden. Durch die jetzt vorgesehene Aufsicht wird meines Erachtens das an sich nicht richtig angelegte System damit nur bestätigt. Das gegenwärtige Geschäftsmodell der Ratingagenturen birgt in sich den entscheidenden Fehlanreiz. Ratingagenturen sind ihren Auftraggebern verpflichtet, das kann auch gar nicht anders sein. Um diesen Grundwiderspruch aufzulösen, bedarf es entweder der Abkehr der Finanzierung durch die Beurteilten oder der Eingliederung der Agenturen in staatliche Aufsichtsstrukturen.

In beiden Fällen ein deutlicher Bruch mit dem heutigen System und dem heutigen Geschäftsmodell.

Die einseitige Ausrichtung von Ratings an den Interessen des Auftraggebers könnte allerdings heute schon zusätzlich dadurch begrenzt werden, dass Ratings auch verbindlich gegenüber Anlegern zu gelten haben. Dann wären bei fehlerhaften Ratings zumindest auch zivilrechtliche Haftungsansprüche gegenüber Ratingagenturen - im Gegensatz zu heute - möglich.

#### 4. **Auch der längste Weg beginnt mit einem ersten Schritt ...**

Der Gesetzgeber hat den vorliegenden Entwurf für eine Aufsicht über Ratingagenturen im Detail ausgearbeitet. Zweifelsohne wird die Tätigkeit der Agenturen nun transparenter. Ich weiß - und erkenne an -, dass die vorgeschlagenen Regelungen auf Fach-ebene und auch schon mit Experten intensiv besprochen sind. Die Regelungen sind nicht im Elfenbeinturm entstanden, sondern sind gekennzeichnet von Pragmatik. Der Praxistest steht gleichwohl aus.

Ein weiterer Vorschlag sei meinerseits gemacht: Was spricht dagegen, unter dem Transparenzaspekt jährlich die Verstöße und Ordnungswidrigkeiten, die festgestellt werden, über das Bundesfinanzministerium oder auf EU-Ebene zu veröffentlichen, quasi Ross und Reiter zu nennen?

Jahrelang haben sich Ratingagenturen erfolgreich gegen Aufsicht gewehrt und Selbstverpflichtung beschworen. Das Ergebnis ist bekannt. Nun soll Aufsicht die Macht der Ratingagenturen begrenzen. Völlig unabhängig von den jetzt zu beschließenden Maßnahmen könnte dieses Ziel dadurch flankiert werden, dass das regulatorische Gewicht von Ratings gemindert wird. Schließlich bestimmen Bonitätsnoten, mit wie viel Eigenkapital eine Bank heute Kredite unterlegen muss (Basel II). Die Minderung des regulatorischen Gewichts von Ratings hätte übrigens auch den positiven Nebeneffekt, dass sich Marktteilnehmer wieder stärker um eigene Risikobewertungen kümmern und dieses Auf-

gabenfeld nicht unbesehen delegieren. Die MaRisk sehen ja heute schon vor, dass sich Kreditinstitute unabhängig von externen Ratingnoten ein eigenes Urteil bilden müssen.

Eine völlig andere Frage ist, ob durch die neuen Regularien potenzielle Marktteilnehmer - in Europa - ermuntert werden, in den Markt einzutreten und so für mehr Wettbewerb sorgen. Zu verweisen ist auf die 17 Punkte umfassende Liste für den Antrag auf Registrierung beizubringende Informationen.

Ich wünsche mir, dass nach Verabschiedung des Regelwerkes die Politik auf europäischer Ebene weiter leidenschaftlich darum ringt, nicht nur die Ratingagenturen zu beaufsichtigen, sondern die Anreizstruktur für die Arbeit von Ratingagenturen vom Grundsatz her zu verändern.

Von daher geht es meines Erachtens eben nicht lediglich darum, die „Profitmaschine“ (Sanio) mittels Aufsicht zu drosseln, sondern die Maschine umzubauen und in andere Dienste zu stellen, damit mittels dieser Ratingagenturen und deren Expertisen dann auch ein Frühwarnsystem bezüglich sich abzeichnender Finanzmarktkrisen entstehen kann.

19. März 2010      Dipl.-Volkswirt Bertram Theilacker, Wiesbaden

## Ratingagenturen: Verstaatlichen statt beaufsichtigen

Wer prüft die Prüfer? Spätestens seit der Eskalation der Finanzmarktkrise nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Herbst 2008 gewinnt diese Frage zunehmend an Brisanz und wird von den Regierungen und Aufsichtsbehörden der führenden Wirtschaftsnationen intensiv diskutiert. Schließlich dürfte kein unabhängiger Beobachter des globalen Finanzsystems bestreiten, dass die großen, weltweit agierenden Ratingagenturen ein erhebliches Maß an Mitverantwortung für die gegenwärtige Krise tragen. Eigentlich verwunderlich, denn mit ihren Bonitätsurteilen sollten diese Agenturen doch dazu beitragen, Risiken transparenter und damit für Investoren kalkulierbarer zu machen.

### Einfachheit und Orientierung

Die Schuldner wiederum haben ein nachvollziehbares Eigeninteresse an einem möglichst guten Rating, weil sich mit einer hervorragenden Bonitäts-Einschätzung günstiger Fremdkapital akquirieren lässt. Dank einer denkbar einfachen Benennungsskala vom exzellenten „Aaa“ bis hin zum hochspekulativen „C“ erschließen sich Ratings vermeintlich sehr schnell auch den finanzwirtschaftlich nicht vorgebildeten Zeitgenossen. In einer Welt mit zahlreichen komplexen Finanzkonstruktionen versprechen Ratings daher Einfachheit und Orientierung. Soweit die Theorie. Doch wie stellt sich die Praxis dar?

Vor wenigen Wochen meldete sich der Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Jochen Sanio, mit einem bemerkenswerten Statement zu Wort. Nach seiner Einschätzung sind vor allem die Ratingagenturen schuld an der Krise. Viel zu lange hätten sie Fonds zu gut eingeschätzt, die letztlich Müll gewesen seien. Die potenziellen Gefahren der Wirkung von Ratings waren lange vor dem

Ausbruch der Finanzkrise offenkundig. Immerhin hatte BaFin-Chef Sanio schon vor mehreren Jahren erklärt, die Ratingagenturen seien „die größte unkontrollierte Machtstruktur im Weltfinanzsystem“. Jüngst äußerte er, diese hätten das Rating strukturierter Produkte als „Profitmaschine“ betrieben und dabei ihre Glaubwürdigkeit verspielt. Und hier soll jetzt bessere Aufsicht ansetzen? Glückwunsch zu dieser Herkulesaufgabe! Es darf bestritten werden, dass diese gelingen kann.

### Mutige Konsequenzen oder nur Placebos?

Sogar in den USA, wo die drei einflussreichsten und marktbeherrschenden Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch ihre Hauptsitze haben, wird inzwischen eingeräumt, das Geschäftsmodell sei gescheitert. „Ich würde nicht so weit gehen zu sagen, dass wir sie nicht brauchen. Aber in der jetzigen Form können die Ratingagenturen nicht weiter existieren“, sagte Anfang des Jahres die neue Leiterin

*Bertram Theilacker, Mitglied des Vorstands, Nassauische Sparkasse Anstalt des öffentlichen Rechts, Wiesbaden*

*Als der Autor vor gut vier Jahren (Kreditwesen 4-2005) die Arbeit der Ratingagenturen kritisch hinterfragte, war seine Argumentationslinie eine Minderheitenmeinung. Heute steht er mit seiner Kritik des herkömmlichen Geschäftsmodells Ratingagentur und der unreflektierten Übernahme von Bonitätsnoten zwar sicher nicht mehr allein. Aber seine Schlussfolgerung dürfte vielen Beobachtern wiederum zu weit gehen: Systemrelevanz der Bonitätsnoten, so seine These, macht wirklich konsequente Schritte notwendig, und die können eigentlich nur in einer Verstaatlichung der Ratingagenturen münden. (Red.)*

der US-Börsenaufsicht SEC, Mary Schapiro. Konkret konzentrieren sich die Überlegungen in den Vereinigten Staaten und Europa darauf, die Ratingagenturen stärker zu regulieren und sie durch die nationalen Aufsichtsbehörden strenger zu kontrollieren. Aber handelt es sich dabei wirklich um eine stringente und zukunftsweisende Lösung? Oder doch nicht eher um eine Art Placebo, weil die Regierungen vor der an und für sich logischen Konsequenz aus dem gescheiterten Geschäftsmodell und Marktversagen zurückschrecken?

Und diese Konsequenz kann eigentlich nur lauten: Wir brauchen staatliche Ratingagenturen! Verfechter absolut freier Märkte mit möglichst geringem Staatseinfluss mögen derlei Ansinnen mit Verve zurückweisen, aber bei einer pragmatischen Betrachtung der Thematik spricht viel für eine solche Lösung, auch wenn sie sich kurzfristig nicht umsetzen lässt.

Woran ist das bisherige Geschäftsmodell der Ratingagenturen gescheitert? Zum einen an einem geradezu systemimmanenten Widerspruch: Wie aussagekräftig ist eine Bonitätsnote, wenn sie vom Schuldner selbst in Auftrag gegeben und bezahlt wird? Wie aussagekräftig sind Bonitätsnoten, wenn die Auftraggeber sich in den Techniken der Kosmetik von Ratings von den Agenturen schulen lassen? Genau dies ist gängige Praxis. Der Prüfling finanziert sozusagen seine eigenen Prüfer. Man mag an dieser Stelle einwenden, dass ein Rating grundsätzlich unverbindlich sei. Das trifft zweifellos zu, doch stellt sich dann sogleich die Sinnfrage: Wozu bedarf es Agenturen, wenn deren Bonitätseinschätzungen ohnehin nur unverbindlichen Charakter haben? Zwar werden die Urteile der Agenturen nicht gleichsam unbesehen übernommen und sollten generell nur eine Entscheidungshilfe, keinesfalls aber einen

Entscheidungersatz darstellen. Die Verwendung externer Bonitätseinschätzungen enthebt keine Bank von der Verpflichtung zum eigenen Urteil. Realistisch betrachtet, lässt es sich indessen kaum bestreiten, dass den Ratings ein sehr hohes Gewicht zukommt. Sie können, wie die aktuellen Beispiele drastisch belegen, im Extremfall sogar wesentlich dazu beitragen, eine weltweite Finanzkrise auszulösen. Prof. Otmar Issing, ein Mann, der seine Worte mit Bedacht wählt, hat die Ratingagenturen immerhin „Brandbeschleuniger“ genannt.

### Von Wettbewerb keine Rede

Bonitätsurteile dürfen vor diesem Hintergrund durchaus als „systemrelevant“ bezeichnet werden. Wenn dem so ist, macht es allemal mehr Sinn, die Ratingagenturen zu verstaatlichen und sie direkt zu einem Teil des staatlichen Beurteilungssystems werden zu lassen, als sie unter verfeinerte behördliche Aufsicht zu stellen. Erst dann ist die „Profitmaschine“, die die Finanz-

märkte an den Abgrund geführt hat, wirklich abgestellt.

Der Ruf nach dem Staat, der dann eine weitere hoheitliche Aufgabe wahrnimmt, erfolgt nicht leichtfertig, aber eine zielführende Alternative durch Perfektionierung der Aufsicht gibt es nicht. Regulierungsziel ist die Interessenkonfliktvermeidung, welches sich im künftigen Geschäftsmodell und in der Organisation niederschlagen soll, gewollt ist mehr Transparenz. Dennoch wird der Anreiz, mit Ratingagenturen Geld verdienen zu wollen nicht unterbunden, ja kann/soll nicht unterbunden werden.

Die Ratingagenturen, deren momentane Lobbystrategie Demut ist, werden auch künftig die Macht des Oligopols ausspielen: Sie werden nicht nur Urteile abgeben, sondern weiter aktiv Strukturpolitik betreiben – wie heute im Landesbankensektor –, eine Rolle, die ihnen nicht zusteht. Wer bezahlt sie dafür, sich gegen das erfolgreiche Geschäftsmodell unabhängiger

Sparkassen zu positionieren? Und sie werden weiter mit unbestellten Ratings operieren und den dezenten Fingerzeig geben, dass es doch besser wäre, sie offiziell zu beauftragen. Immerhin: Die neuen Vorschriften sehen ein Verbot von Beratung bei Strukturierung von Produkten und anschließender Bewertung vor – soweit die Theorie. Wird die Realität dem folgen?

Es soll Organisationsvorschriften, operationelle Vorschriften, Transparenz- und Darbietungsvorschriften geben. Mit den Transparenzvorschriften sollen die Ratingagenturen offenlegen, mit welchen Unternehmen sie welche Umsätze machen. Ist es da nicht auch für die Unternehmen charmanter, mit einer staatlichen Ratingbehörde zu arbeiten? Und: Durch die komplizierten und aufwendigen neuen Regelungen wird kein neuer Marktteilnehmer zum Eintritt ermutigt, im Gegenteil: Das Oligopol reibt sich die Hände – wer dieses Mehr an Regulierung bezahlt, ist auch klar.

### Haftungsfragen

Das führt schon zu Haftungsfragen: Sollte der Staat es sich wirklich mit einer staatlichen Ratingbehörde als Teil der Aufsicht antun, für die Richtigkeit von Ratings geradezustehen? Gegenfrage: was tut er heute anderes? Für den „Systemfehler Ratingagentur“ zahlen alle! Eines sei gerne eingeräumt: Staatliche Ratingurteile sind nicht notwendigerweise qualitativ besser, gleichwohl freier von privaten Gewinninteressen. Auch soll nicht behauptet werden, dass eine Behörde ganz frei von Interessen ist, nur: Der Aufbau einer Flutwelle durch private Interessen, wie sie sich bei der Finanzmarktkrise gezeigt haben, kann wohl ausgeschlossen werden.

Sicher wäre es reichlich naiv zu glauben, eine Verstaatlichung der Ratingagenturen ließe sich in überschaubarer Zeit umsetzen. Schon gegen die bisherigen Pläne einer verschärften Regulierung und Aufsicht laufen die drei führenden Agenturen Sturm. Immerhin haben sie es geschafft, sich auch künftig von Haftungsansprüchen weitgehend freizumachen. Wem es ernst ist mit der viel beschworenen Absicht, alles zu tun, um Finanzkrisen von ähnlicher Dramatik künftig zu vermeiden, sollte keine Denkverbote auferlegen. Wenn ein Mechanismus Schaden verursacht, hilft eine Reparatur oft nicht mehr weiter. Man muss ihn ersetzen, damit die Dinge wieder rund laufen. ■■■■■





Bertram Theilacker

## Rating: Entscheidungshilfe, kein Entscheidungersatz

„Es war einmal“, so fangen Märchen an. Und in der Tat, es ist oft hilfreich, Dinge vom Ursprung her zu beleuchten: Ende des 19. Jahrhunderts stand bei der Finanzierung amerikanischer Eisenbahnlagen nach Henry Varnum Poor das „Investors right to know“ im Vordergrund. Ziel war die qualifizierte Bewertung bestimmter Investitionen. John Moody veröffentlichte die ersten Ratings amerikanischer Eisenbahnanleihen. Und bereits im Jahre 1909 wurden die noch heute bekannten Symbole von Aaa bis C verwandt, die sich inzwischen zum weltweiten Standard etabliert haben. Daraus entwickelte sich während der Weltwirtschaftskrise das System der standardisierten Bewertung anderer Unternehmen, Branchen, öffentlicher Anleihen und später auch von Ländern.

### Orientierung am Kapitalmarkt

Im Zuge der weltwirtschaftlichen Entwicklung nach dem Zweiten Weltkrieg, der Ausweitung der Fremdfinanzierung sowie der stark wechselnden Konjunkturphasen in den relevanten Volkswirtschaften erreichte das Rating seinen endgültigen Durchbruch. Die Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente und Anlageformen sowie die Globalisierung der Kapitalmärkte erhöhten die weltweite Nachfrage nach Ratings.

Auch am deutschen Kapitalmarkt ist die Bedeutung der Ratings ständig gewachsen. Während es in den siebziger Jahren zunächst die Banken waren, die in Deutschland geratet wurden, folgten umgehend Industrieunternehmen aus der Automobil-, Chemie- und Elektrobranche sowie weitere

Branchen, die im Interesse der Investoren dem Rating unterzogen wurden. Dies mag die Zeit gewesen sein, in der Ratings noch „unschuldig“ im Sinne von scheinbar unverfälscht waren, man glaubte fest an das „wahre Urteil“.

Heute, da es nationale Finanzmärkte faktisch nicht mehr gibt, ist Rating allgegenwärtig. Der Vielzahl von wissenschaftlichen Veröffentlichungen folgt nun seit einiger Zeit die besondere Beachtung des Themas im Wirtschaftsteil der Zeitungen.

### Allgegenwärtig

Das Rating ist in der breiten Öffentlichkeit angekommen. Die besondere Aufmerksamkeit, die das Thema erfährt, hat ihre Berechtigung. Alles und Jedes wird abge-

schätzt, beurteilt, eingestuft. Es fehlt gerade noch das AAA auf dem Joghurt-Becher im Supermarktregal!

Evident sind die Auswirkungen der Bonitätsnoten auf Unternehmen, Geschäftsbeziehungen oder gar ganze Volkswirtschaften. Bemerkenswert bleibt in diesem Zusammenhang die Aussage des Präsidenten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Jochen Sanio, wonach die Rating-Agenturen „die größte unkontrollierte Machtstruktur im Weltfinanzsystem“ sind. Aber: Die Urteile der Agenturen sind eben nicht Zeugnisse von unabhängigen Institutionen, die Agenturen selbst sind Wirtschaftsunternehmen, die im Markt agieren. Standard & Poor's, Moody's und Fitch teilen sich quasi den kompletten Weltmarkt auf und wollen als Unternehmen natürlich eines: ihren eigenen Erfolg. Könnte es Rating-Agenturen als unabhängige Institutionen überhaupt geben? Man sollte jedenfalls die Tatsache der „Nicht-Unabhängigkeit“ bei der Nutzung von Ratings der Agenturen durchaus berücksichtigen.

Man sollte sich weiter verdeutlichen, dass Ratings sehr stark von der jeweiligen gesamtwirtschaftlichen Situation und den konjunkturellen Erwartungen abhängig sind. Die den Ratings zugrunde liegenden Unternehmens- und Brancheneinschätzungen orientieren sich in starkem Maße an Parametern wie der voraussichtlichen Einkommensentwicklung und dem daraus abgeleiteten Investitions- und Konsumverhalten. Weil das Erkennen von Wendepunkten in der Entwicklung schwierig ist,

*Bertram Theilacker, stellvertretendes Vorstandsmitglied, Nassauische Sparkasse (Naspa), Wiesbaden*

*Den unerschütterlichen Glauben an ein „wahres Urteil“ hat der Autor mit Blick auf das Rating längst verloren. Zu allgegenwärtig sind ihm die Bonitätsnoten im gesamten Wirtschaftsleben. Und zu sehr sieht er das Management gefährdet, eigenes Handeln und Denken durch ein vorgegebenes Urteil zu ersetzen. Zwar mag er die heilsamen Funktionen des Rating bei der Reduktion von Komplexität, die zusätzliche Sicherheit bei Grundsatzentscheidungen wie auch die Erleichterung bei der Preisfindung gar nicht in Abrede stellen, doch mahnt er nachdrücklich zur Kultivierung des eigenen Urteilsvermögens. (Red.)*

wird Ratings auch prozyklische Wirkung nachgesagt.

### Reduktion von Komplexität

Ratings – egal ob für kapitalsuchende Emitenten, Investoren, für Kreditgeber oder –nehmer – bemühen sich um Transparenz: Es werden Maßstäbe definiert und Entscheidungsträgern an die Hand gegeben. Man bekommt Stärken und Schwachpunkte in einem festen Raster eindrucksvoll vor Augen geführt. Neben quantitativen Kriterien (Eigenkapitalquote, Verschuldungsgrad, Liquidität) kommt auch qualitativen Kriterien (Unternehmensstrategie, Managementqualität, Nachfolgesicherung, Mitarbeiterqualifikation) besondere Bedeutung zu.

Vielleicht gab es sie ja, die legendären und zugleich leichtfertigen Kreditvergaben auf dem Golfplatz. Aus und vorbei – zum Glück! Umgekehrt: Vertrauen kann durch ein Modell unterstützt werden. Aber lässt es sich ersetzen – nach dem Motto „Brauche ich Vertrauen in das Unternehmen? Ich hab' doch ein Rating!“. In Anlehnung an den Umgang mit Statistiken möchte man meinen: „Traue keinem Rating, bei dem du nicht selbst geschummelt hast“. Oder: „Es gibt Lügen, große Lügen und Ratings“. Dabei wollen wir ihnen so gerne glauben: den Statistiken – und den Ratings.

### Der „richtige“ Preis

Ratings helfen Managern bei Entscheidungen: Sie lichten das Informationsgestrüpp, reduzieren Komplexität und schaffen so ein Sicherheitsfundament für Entscheidungen. Aber: Kann es nicht auch sein, dass Manager eigenes Handeln (und Denken) durch vorgefundene Bonitätsnoten ersetzen? Bei Dreifach-A und Doppel-A bleibt der Daumen oben, bei Dreifach-B zittert er, unterhalb davon senkt er sich gnadenlos nach unten. Wofür braucht man da noch einen Manager mit womöglich wissenschaftlichem Sachverstand, wo doch Erstklässler, A von B und C unterscheiden und auch schon über Drei hinaus zählen können? Sind „Management-Entscheidungszwangsläufigkeiten“ der Art „bis BBB wird investiert, unterhalb nicht mehr“ hilfreich, oder enden sie für die Entscheidungsträger, die dann eigentlich keine mehr sind, in der Sackgasse?

Das alleinige Schielen auf die Bonitätsnoten verstellt den Blick: Rating und Preis

gehören zusammen. Ist ein Unternehmen mit AAA geratet, kann der Investor oder das finanzierende Kreditinstitut nur eine schmale Marge durchsetzen, wenngleich ihm wohl nennenswerte Risikokosten erspart bleiben. Bei einem B-Unternehmen sieht das schon anders aus: Die zu zahlende Risikoprämie ist höher, gleichwohl hat das kreditvergebende Institut bei einer Reihe solcher Geschäfte statistisch und tatsächlich auch Ausfälle zu verzeichnen.

Nur als Nebenbemerkung: Weil statistischen Erkenntnissen inzwischen auch bei der Kreditvergabe Rechnung getragen wird, wissen Banken heute, dass sie ihr Kreditportfolio lieber mit einer größeren Anzahl von (kleineren) Krediten guter Bonität füllen als mit wenigen Großkrediten gleicher Bonität.

Und: Weil die Statistik Ausreißer kennt, aber nicht weiß, wann genau sie auftreten, ist es für Banken sinnvoll, nicht nur Ratings zur Risikobegrenzung bei der Kreditvergabe zu verwenden, sondern auch eine generelle absolute Kreditobergrenze für Engagements festzulegen – also Hosenträger und Gürtel zu nutzen. Positiv ausgedrückt: Hier wird eine neue Risikokultur sichtbar.

Wenn alle Preise für herausgegebene Kredite risikoadäquat ermittelt wären, müsste eine Bank – modellhaft – in jedem Segment gleich erfolgreich sein: Im AAA-Bereich mit Minimarge und quasi ohne Ausfall, im B-Bereich mit besserer Marge und erhöhtem Ausfall oder im C-Bereich bei höchst ausfallgefährdeten Ramsch-Titeln mit sehr hoher Marge. Handeln wie bei einer Versicherung, wo der Mathematiker das „Geschäft“ im eigentlichen Wortsinne errechnet.

Allerdings: Die Daten stammen in der Regel aus der Vergangenheit, es sind Erfahrungswerte und am Investoren- oder Kreditvergabe-Lenkrad wird so getan, als könne man bei verklebter Frontscheibe das Auto auch mit Blick in den Rückspiegel sicher in die Zukunft lenken! Es genügt nicht, nur blind in AAA zu investieren. Die Managementleistung besteht eben darin, eine eigene Meinung neben dem ermittelten Ratingurteil zu haben und bei der Entscheidung abzuwägen.

Das birgt ein Risiko: Ist das eigene Urteil von schlechter Qualität, wird man Verlust machen. Die Chance: Bei gutem Urteil wird

man mit Gewinn belohnt. Und selbst diese Darstellung ist zu einfach: Das eigene Urteil und der ermittelte Preis inklusive Risikoprämie in Ehren, aber dieser muss im Wettbewerb auch noch durchgesetzt werden. Um Klarheit für das eigene Handeln zu haben, ist ferner zu definieren, auf welche Kunden- und Bonitätssegmente man sich konzentrieren will, welche als besonders profitabel erachtet werden und welche nicht.

### Regiert die Übervorsicht?

Zurück zu den Rating-Noten: Dass in der Vergangenheit Kreditgeschäft mit zu hohem Risikopotenzial gemacht wurde, zeigen die massiven Kreditausfälle der Bankenbranche in den vergangenen Jahren. Die „dicken Brocken“ wurden verdaut und die Bilanzen bereinigt. Besteht jetzt – der gebrannte Banker scheut das Feuer – nicht die latente Gefahr der Übervorsicht? AAA wird gekauft: Geht's gut, dann ist es gut und man hat Geschäft mit geringer Marge gemacht. Geht's – trotz AAA – schlecht, ist es aber auch nicht wirklich schlecht: Man konnte ja – eigentlich – auf ein gutes Rating bauen und befindet sich jetzt mit dem eingetretenen Misserfolg in guter Gesellschaft jener, die auch den „A's“ vertraut haben.

In anderen Segmenten wird's noch kritischer: Wer in „B“ oder gar „C“ investiert, muss doch wissen, dass da etwas schief gehen kann. Geht es schief, heißt es: Wie konnte man nur? Geht es gut, wird nicht notwendigerweise gelobt, sondern es heißt: Glück gehabt. Und das Ganze wird besonders spannend, wenn man bedenkt, dass die Kreditvergabe bankintern entsprechend den Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft (MaK) durch Markt- und Marktfolgebereich zu entscheiden ist und je nach Kompetenzstufe auch mehrere Entscheidungsträger oder gar Gremien zu beteiligen sind.

Gleichwohl: Aus Über-Mut sind bestimmt mehr Unternehmen ins Trudeln gekommen als durch Über-Vorsicht. Und eine Kreditklemme aus Übervorsicht ist in der hiesigen Volkswirtschaft bislang nicht wirklich bemerkt worden. Schließlich hat BaFin-Präsident Jochen Sanio erst jüngst moniert, dass der Konditionenwettbewerb unter Banken wieder „desaströse Ausmaße“ angenommen hat. Die Banken fielen „ständig in alte Verhaltensmuster“ zurück.



Das Rating hat immer Recht! Oder? Spielen wir – holzschnittartig – zwei Varianten durch: Ein Unternehmen hat „objektiv“ ein gutes Rating verdient, erhält aber ein schlechtes: Das Unternehmen hat einen Wettbewerbsnachteil, den es ausgleichen muss. Das kostet Kraft (und somit Geld) und führt dann unter Umständen zu einem „objektiv“ schlechteren Rating.

### **Eingriff in Realitäten**

Szenenwechsel: Ein Unternehmen hat „objektiv“ ein nicht ganz so gutes Rating verdient, erhält aber ein wirklich gutes: Das Unternehmen hat einen Wettbewerbsvorteil, den es einzusetzen weiß. Das Unternehmen spart Geld (Finanzierungskosten) und erreicht leichter „objektiv“ ein gutes Rating. Das Rating: Die „self-fulfilling Prophecy“? Zum Glück ist die Realität viel komplizierter als die obigen Beispiele es sind, aber eines trifft schon: Rating greift in Realitäten ein und schafft sich im extremsten Fall selbst die Realität.

Die Bedeutung des Ratings für das eigene Handeln wird manchem Manager offenbar jetzt erst so richtig bewusst. Die geforderte Transparenz hilft nicht nur Banken und Investoren bei der Kreditvergabe, sondern auch so manchem Manager, einen neuen Blick für die eigenen Dinge, für das eigene Unternehmen zu bekommen.

Erinnert sei an dieser Stelle daran, dass es in Deutschland knapp drei Millionen Unternehmen gibt, davon keine 10 000 mit einem Umsatz von über 50 Millionen Euro, 150 000 mit einem Umsatz zwischen zwei und bis 50 Millionen Euro und knapp 2,8 Millionen Kleinunternehmen mit einem Umsatz unterhalb von zwei Millionen Euro.

Allerdings sind die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) Wachstumsmotor und bedeutend für den Umbau zur Dienstleistungsgesellschaft. Die KMU können vorweisen: Über zwei Drittel aller Beschäftigten und vier Fünftel aller Auszubildenden sowie je 50 Prozent der Bruttowert-

schöpfung, der steuerpflichtigen Umsätze und der Bruttoinvestitionen.

Selbst der Kleinunternehmer merkt: Zwangsläufigkeiten lassen sich quantifizieren. Höherer Eigenkapitaleinsatz wird honoriert, der Einheitspreis beim Unternehmenskredit ist passé. Andererseits lassen sich Kreditinstitute riskante Geschäfte, die sie finanzieren, mit besonderen Prämien bezahlen – weil sie solche Geschäfte ihrerseits mit höherem Eigenkapital unterlegen müssen, diese Geschäfte für sie also „teurer“ sind (Basel II).

### **Beschleunigung des Wandels**

Banken müssen für sich einschätzen, welches Geschäftsfeld sie überblicken (Kernkompetenz!) und von welchem sie besser die Finger lassen. Letzteres geschieht – modellhaft – fast automatisch: Begibt sich eine Bank auf ein Feld, das ihr nicht geläufig ist, muss sie eine höhere Prämie kalkulieren. Der Kreditnehmer wird aber nicht

bereit sein, diese zu akzeptieren, wenn er unter den Wettbewerbern ein Institut findet, das für sich mit geringerer Prämie – und gleicher „Sicherheit“ – kalkuliert hat. Oder er nimmt nicht mehr klassisch den Bankkredit, sondern bemüht sich um private Risikokapitalgeber. Das Rating wird somit auch den Prozess des Wandels in der Unternehmensfinanzierung in Richtung Beteiligungskapital oder Mezzanine forcieren.

### „Polierte“ Ratings

Der moderne Manager/Unternehmer merkt, dass er ohne Rating nicht auskommt. Und der moderne Manager/Unternehmer merkt, dass er mit einem „polierten“ Rating besser auskommt, weil es ihm ganz handfest Kosten sparen kann.

Ein ganz neuer Geschäftszweig entsteht: Berater-Heerscharen offerieren „1 000 goldene Tipps für ein gutes Rating“. Und ohne zu unanständigen oder gar kriminellen Methoden greifen zu müssen, wird es so manchem Unternehmen gelingen, durch wenige Handgriffe die eigene Bonitätsnote (ganz leicht) zu verbessern – immerhin. Auch das erinnert an die Schulnoten: Mancher hat ernsthaft gelernt, gebüffelt und sich hoch gearbeitet, ein anderer hat die Bewertungsmethodik durchschaut, gezielt dort angesetzt und zumindest graduell gepunktet. In der Ökonomie ist das erlaubt.

Aber auch diese Entwicklung ist zwangsläufig, und sie nötigt denen, die über Kreditvergabe entscheiden und sich nicht allein auf die Ratingnoten verlassen dürfen, ein hohes Maß an Urteilsvermögen ab. Zu einem gesunden Urteilsvermögen gehört auch, einmal die einzelnen Bestandteile eines Ratings in Augenschein zu nehmen

und die Qualität des Ratings kritisch zu hinterfragen. Wie schon beschrieben: Bei Ratings werden relevante Informationen zusammengetragen, bewertet und verdichtet. Ratings sind Orientierungshilfen – nicht mehr, aber auch nicht weniger.

Sehr hilfreich ist sicherlich, dass an der Vergleichbarkeit von bankintern erstellten Bonitätsnoten gearbeitet wird, wie die „Initiative Finanzstandort Deutschland“ dies tut. Vergleichbarkeit ist auch das Ziel des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes, der seinen Mitgliedern ein einheitliches Raster (DSGV-Rating) an die Hand gibt.

### Unfehlbarkeit – ein überzogener Anspruch

Lange haben sie mit dem Unfehlbarkeitsanspruch gelebt, die Rating-Agenturen. Dann kamen Enron, Worldcom, Parmalat und die Ernüchterung folgte, dass Rating-Agenturen genauso wenig unfehlbar sind wie Wirtschafts- und Bilanzprüfer. Neben der Fehlbarkeit bleibt immer die Sorge, dass Einstufungen auch vom Interesse der Agenturen geleitet sein könnten oder gar vom Preis, den Emittenten bereit sind dafür zu zahlen.

Ratings – extern oder bankintern erstellt – sind Instrumente, Ratings sind Entscheidungshilfen für kapitalsuchende Emittenten, Investoren, für Kreditgeber und -nehmer. Sie sind ein Vehikel, knappe Ressourcen der ökonomisch vermeintlich besten Verwendung zuzuführen. So verhelfen sie Finanzmärkten zur Effizienz. Ratings können Entscheidungen nicht ersetzen, aber sie haben objektivierende, ja disziplinierende Wirkung. Der Umgang mit den Bonitätsnoten muss – gerade in Deutschland –

noch gelernt werden. Dafür braucht es Zeit, denn dies ist nicht mittels Crash-Kursen am Wochenende zu vermitteln, sondern geht nur über Erfahrung, die Investoren, Kreditgeber und -nehmer mit dieser Entscheidungshilfe sammeln.

### Neuer Verhaltenskodex

Und auch die Rating-Agenturen müssen üben: Und zwar mit dem im Dezember 2004 von der Internationalen Organisation der Wertpapieraufseher (IOSCO) verabschiedeten Verhaltenskodex (Code of Conduct) umzugehen, der hoffentlich künftig mehr partnerschaftliches Verhalten zeitigt. So sollen Agenturen wesentliche Änderungen ihrer Methoden, Praktiken und Verfahren mitteilen, bevor diese wirksam werden. Gegenargumente zu Bonitätsurteilen sind zu würdigen und Nachprüfbarkeit muss gegeben sein. Dann dürfte es auch vorbei sein mit Marketingaktionen von Agenturen, bei denen diese lediglich öffentlich zugängliche Daten eines Unternehmens zu einer Expertise (Q-Rating) verarbeitet haben mit dem Ziel, das geratete Unternehmen in helle Aufregung zu versetzen, um dann einen Rating-Auftrag zu bekommen. Der Wilde Westen ließ grüßen.

Gleichwohl hat der Kodex keine gesetzliche Verbindlichkeit. Er zielt auf Selbstverpflichtung. Einklagbare Haftungsansprüche für Schäden aus fehlerhaften Ratings wird es nicht geben. Man wird sehen, ob diese Selbstverpflichtung ihre Bewährungsprobe besteht oder ob doch Regulierung notwendig wird.

### Märchenhafte Zukunft

„Es gab einmal eine Welt ohne Ratings“, so werden wir unseren Kindern erzählen können. Damals war die Wirtschaftswelt – zumindest aus der Sicht der Wirtschaftswissenschaft – völlig unvollkommen. Heute ist sie vielleicht etwas weniger unvollkommen. Aber vergegenwärtigen wir uns, dass Märkte – Rating hin oder her – immer unvollkommen bleiben. Im Übrigen erwächst gerade aus dieser Unvollkommenheit Dynamik – was eine neue Diskussion eröffnen würde, ob Rating Innovation und Dynamik dämpft oder nicht. Doch lassen wir das. Arbeiten wir lieber daran, dass heute, wo Ratings nicht mehr wegzudenken sind und diese eigentlich auch keiner mehr missen möchte, Management-Entscheidungen sicherer werden. Dies sollte kein Märchen sein. ■■■■■