

W

Deutscher Bundestag ■ Wissenschaftliche Dienste

**Ratingagenturen: Arbeitsweise, Bedeutung und
Auswirkungen**

- Ausarbeitung -



Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages

Verfasser/in: [REDACTED]

Rating-Agenture: Arbeitsweise, Bedeutung und Auswirkungen

Ausarbeitung WF V G - 080/06

Abschluss der Arbeit: 18.04.2006

Fachbereich V: Wirtschaft und Technologie;
Verbraucherschutz, Ernährung und
Landwirtschaft; Tourismus

Telefon: [REDACTED]

Für die Strukturierung des Themas und der Literaturlauswahl wurde die Seminararbeit an der Universität Salzburg aus dem WS 2005/2006 „Die Rolle der Rating-Agenturen auf den internationalen Finanzmärkten“ von Eva Stöckl herangezogen.

Ausarbeitungen und andere Informationsangebote der Wissenschaftlichen Dienste geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Die Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste sind dazu bestimmt, Mitglieder des Deutschen Bundestages bei der Wahrnehmung des Mandats zu unterstützen. Der Deutsche Bundestag behält sich die Rechte der Veröffentlichung und Verbreitung vor. Diese bedürfen der Zustimmung des Direktors beim Deutschen Bundestag.

Inhaltsverzeichnis		Seite
1.	Einleitung	4
2.	Grundlagen	4
2.1.	Geschichtlicher Hintergrund	4
2.2.	Begrifflichkeit	5
2.3.	Ziele und Funktionen	5
2.4.	Das Ratingverfahren	6
2.5.	Ratingskalen	8
3.	Bedeutung und Auswirkungen der Arbeit von Rating-Agenturen	9
3.1.	Struktur des Ratingmarktes	9
3.2.	Macht	10
3.3.	Der Beitrag der Rating-Agenturen zum Funktionieren der Finanzmärkte	11
4.	Ratingagenturen in der Diskussion	11
4.1.	Krisensituationen	11
4.2.	Staatliche Kontrolle von Ratingagenturen	13
5.	Quellenverzeichnis	16

1. Einleitung

Die vorliegende Ausarbeitung behandelt die Arbeit der großen internationalen Ratingagenturen. Der zweite Abschnitt gibt einen lexikonartigen Überblick über die Grundlagen der Praxis des Credit Ratings. Der dritte Abschnitt skizzierte die Bedeutung und Auswirkungen der Tätigkeit von Ratingunternehmen. Der vierte Abschnitt thematisiert zwei Aspekte der andauernden Diskussion um die Arbeit der Ratingagenturen: zunächst das Verhalten in Krisensituationen der Vergangenheit und anschließend die aktuellen Bemühungen zur Schaffung eines Ordnungsrahmens für die internationalen Ratingagenturen durch die International Organisation of Securities Commissions (IOSCO).

2. Grundlagen

2.1. Geschichtlicher Hintergrund

Die ersten Ratingagenturen wurden um 1900 in den USA gegründet. Bis zu dieser Zeit hatten traditionell allein die Banken die Rolle als Mittelsmänner zwischen Kapitalanlegern und Kapitalnachfragern auf dem Finanzmarkt übernommen. Die Banken bewerteten das Risiko einer Kreditvergabe und entschieden anschließend über deren Bedingungen. Mit der zunehmenden Ausweitung der Finanzmärkte und dem Aufkommen alternativer Anlageformen verloren die Banken ihre herausragende Position. Immer mehr Kapitalgeber brachten ihr Geld nicht zur Bank, sondern investierten als Anleger direkt in Aktien oder Anleihen. Damit reichte die institutionalisierte Risikokontrolle der Banken für das Funktionieren der Finanzmärkte nicht mehr aus (vgl. WILLKE 2001: 161-162). Im Zuge dieser Entwicklung entstanden die ersten Ratingagenturen, die zunächst US-amerikanische Eisenbahnunternehmen bewerteten, wenig später kamen auch Ratings von Anleihen von Industrie- und Versorgungsunternehmen sowie Obligationen der öffentlichen Hand hinzu. In den 70er Jahren des 20. Jahrhunderts stieg die Ratingnachfrage an und die Geschäftstätigkeit der Agenturen wurde in den folgenden Jahrzehnten stark ausgebaut (vgl. GRAS 2003: 10).

Heute dominieren drei große Unternehmen das Ratinggeschäft: die amerikanischen Moody's und Standard & Poor's sowie Fitch, das zu Beginn der 90er Jahre aus der amerikanischen Fitch Investors und der britischen IBCA hervor ging und von einer französischen Finanzgruppe gekauft wurde. Diese Ratingagenturen sind private, erwerbswirtschaftliche Unternehmen, die sich durch Gebühren, die sie vor allem bei den Kapitalnachfragern erheben, finanzieren. Typisch ist eine Gliederung der Unternehmen in Abteilungen, die jeweils für spezifische Länder und Branchen zuständig sind. In Japan und den USA müssen Ratingagenturen die Anforderungen einer „Nationally Recognized

statistical Rating Organization“ erfüllen. Dazu gehören unter anderem die Gewährleistung von Unabhängigkeit, Verfahrenstransparenz und –plausibilität, Qualität und Aktualität der verwendeten Informationen, Ausbildungsanforderungen an die Mitarbeiterqualifikation sowie Kontinuität und Vergleichbarkeit der Ratings (vgl. EVERLING/GAREIS 2005: 633).

2.2. Begrifflichkeit

Allgemein ist „Rating“ eine Methode zur Einstufung von Objekten als Ergebnis eines Beurteilungsverfahrens. Ein Rating mündet in einer als Symbol, Zeichen oder Zeichenfolge ausgedrückten „Zensur“ entsprechend der zugrunde liegenden Ratingskala. Ratingagenturen verwenden Ratings zur Beurteilung von Forderungstiteln oder Wirtschaftssubjekten. Bei Forderungstiteln stellt das Rating eine Meinung hinsichtlich der wirtschaftlichen Fähigkeit und rechtlichen Bindung eines Emittenten dar, die mit dem beurteilten Forderungstitel verbundenen Zahlungsverpflichtungen vollständig und rechtzeitig zu erfüllen. Mit der Einstufung von Wirtschaftssubjekten wird eine Meinung über deren allgemeine Zahlungsfähigkeit ausgedrückt. Die Einstufungen von Ratingagenturen richten sich an einen breiten Adressatenkreis und beeinflussen die Position der Beteiligten am Finanzmarkt. Risikoaspekte der Emittenten stehen dabei im Vordergrund. Neben der originären Zahlungsfähigkeit des Emittenten beeinflusst die Qualität der Besicherung des Forderungstitels das Rating. Gemeinsam werden die Ratings von Emittenten und Forderungstiteln durch Ratingagenturen als Credit Rating bezeichnet (vgl. EVERLING/GAREIS 2005: 631-632).

2.3. Ziele und Funktionen

Für **Anleger** dienen Ratings als wichtiges Instrument für die Unterstützung von Investitionsentscheidungen oder Anlagestrategien. Ausdrücklich handelt es sich bei den Ratings der Agenturen allerdings um Meinungen bezüglich der Kreditnehmerqualitäten, nicht um Kauf- oder Verkaufsempfehlungen. Im Unterschied zum Ergebnis einer Aktienanalyse enthält ein Rating keine Handlungsanweisung für den Anleger, sondern dient als Maß für das relative Risiko eines Finanztitels. Die Anlageentscheidung wiederum hängt vom Rendite-Risikokalkül der Investoren ab (vgl. GRAS 2003: 7). Zwischen Ratings und der Zinsstruktur von Forderungstiteln besteht ein statistisch nachweisbarer Zusammenhang: Ein durch ein niedrigeres Rating ausgedrücktes höheres Insolvenzrisiko eines Emittenten geht mit einer höheren Verzinsung des Forderungstitels einher. Für den Anleger kommen im Rating Informationen über den Emittenten und den Titel zum Ausdruck, für die zum Teil nicht öffentlich verfügbare Daten berücksichtigt wurden. Somit trägt die Publizierung des Ratings zu einer höheren Informationseffizienz der Geld- und Kapitalmärkte bei (vgl. EVERLING/GAREIS 2005: 632).

Für **Emittenten** erschließt sich durch das Rating ein breiterer Anlegerkreis, da es Informationen über seine Kreditwürdigkeit publik macht. Das kann zu einer Reduzierung der Kapitalkosten und einer Verstetigung der Finanzierungsbedingungen führen. Damit erhöht sich die finanzielle Flexibilität der Emittenten (vgl. EVERLING/GAREIS 2005: 632). Ohne das „Gütesiegel“ eines Ratings kann heute auf den weltweiten Finanzmärkten kein Kapital in größerem Umfang aufgenommen werden. Die Dienstleistung der Ratingagenturen ermöglicht es den Emittenten, die eigene Glaubwürdigkeit als Schuldner zu dokumentieren und schafft das für das Zustandekommen von Kreditgeschäften wesentliche Vertrauen (vgl. GRAS 2003: 18).

Für **Institutionelle Investoren** dienen Ratings zunehmend als absolutes Maß für interne Investitionsregeln. Oftmals werden sie als Schwellenwerte für Anlageentscheidungen verwendet. So können Verkaufsautomatismen ausgelöst werden, wenn ein Rating unter einen bestimmten Wert (meist: *investment grade*) sinkt. Darüber hinaus werden Ratings auch in anderer Form als *trigger* (Auslöser) verwendet und bewirken beispielsweise eine automatische Änderung der Zinshöhe oder ein sofortiges Einlösen der Zahlungsverpflichtung (vgl. GRAS 2003: 19).

Für staatliche **Aufsichtsinstitutionen** im Bank-, Börsen- und Versicherungswesen dienen Ratings als unterstützendes Instrument zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben. So werden z.B. das zulässige Anlagespektrum, die Börsennotierung, die Eigenkapitalanforderungen und Kreditvergaberichtlinien (Basel II) oder Publizitätsvorschriften an das Ergebnis der Ratings anerkannter Ratingagenturen geknüpft (vgl. EVERLING/GAREIS 2005: 633).

2.4. Das Ratingverfahren

Die Auslösung eines Ratingverfahrens ist mit und ohne Auftrag des beurteilten Emittenten möglich. Die meisten Emittenten arbeiten mit den Agenturen zusammen, da sich die Verweigerung der Kooperation tendenziell negativ auf die Beurteilung auswirkt und somit die Finanzierungskosten in die Höhe treibt. Das Ratingverfahren läuft in den folgenden wesentlichen Schritten ab (vgl. EVERLING/GAREIS 2005: 634-635):

- **Ratingauftrag:** Im Vorfeld wird der Emittent über die Vorgehensweise unterrichtet. Mit dem Auftrag verpflichtet sich der Emittent, alle für die Beurteilung erforderlichen Informationen bereitzustellen und die Gebühr zu bezahlen, unabhängig davon, wie das Ergebnis des Ratings aussieht. Im Gegenzug verpflichtet sich die Ratingagentur, vertrauliche Informationen nicht ohne Zustimmung des Emittenten zu veröffentlichen. Nach Annahme des Ratingauftrages durch die Ratingagentur werden Analysten für die Beurteilung des Emittenten eingesetzt.
- **Managementgespräch:** Die Analysten der Ratingagentur führen Gespräche mit Vertretern des Emittenten, in der Regel Mitgliedern des Vorstandes oder der Geschäftsführung.

- Ratingkomitee: Im Anschluss an das Managementgespräch werden die beurteilungsrelevanten Daten aufbereitet und in einem Bericht zusammengestellt. Dieser wird einem Ratingkomitee vorgelegt, das sich aus besonders erfahrenen Analysten der Agentur zusammensetzt. Das Ratingkomitee diskutiert die gesammelten Informationen und stimmt über das festzusetzende Rating ab.
- Veröffentlichung: Das Ergebnis wird zunächst dem Emittenten mitgeteilt. Er hat die Möglichkeit, dazu Stellung zu nehmen, eventuell noch nicht berücksichtigtes Material nachzuliefern und eine erneute Entscheidung des Komitees herbeizuführen. Widerspricht der Emittent der Publizierung des Ratings nicht, so wird dieses veröffentlicht.
- Überprüfung: Das veröffentlichte Rating wird von der Agentur laufend überwacht. Mindestens einmal pro Jahr entsteht ein neuer Bericht der Analysten. Bei Auftreten von Faktoren, die für eine Bonitätsänderung sprechen, wird der Emittent auf eine so genannte Watchlist gesetzt. Nach einem gesonderten Überprüfungsverfahren wird das Rating herauf (upgrading) oder herab (downgrading) gesetzt oder unverändert bestätigt.

In die Entscheidungsfindung gehen eine Vielzahl unterschiedlicher Faktoren ein. Prinzipiell ist zwischen quantitativen und qualitativen Faktoren zu unterscheiden. In die quantitativen Ratingkriterien fließen in erster Linie Kennzahlen aus den verschiedenen Bereichen des Emittenten, hauptsächlich aus dem Finanzbereich, ein. Anhand dieser Faktoren kann eine Aussage über die gegenwärtige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Emittenten gewonnen werden. Dabei werden die Kennzahlen zur Vermögenslage, die Art und Zusammensetzung des Vermögens und die Dauer der Vermögensbindung untersucht (z.B. Verschuldungsgrad, Eigenkapitalquote, Anteil der kurzfristigen Verpflichtungen, Rückstellungen etc.). Die Kennzahlen der Ertragslage (z.B. Gewinne eines Unternehmens) geben einen Hinweis auf die zukünftige Fähigkeit des Emittenten, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Bei Unternehmen werden diese Daten aus den Jahresabschlüssen, der Finanzbuchhaltung und den Planungsunterlagen entnommen. Ist der Emittent ein Staat, werden die entsprechenden Haushaltsunterlagen herangezogen.

Zusätzlich zu den quantifizierbaren Faktoren fließen mit qualitativen Ratingfaktoren Informationen in die Beurteilung ein, die sich einer Quantifizierung entziehen. Sie werden mit Hilfe von Fragenkatalogen erhoben. Die qualitative Analyse beinhaltet regelmäßig eine Beurteilung des wirtschaftlichen und politischen Umfeldes des Emittenten und Faktoren wie Wachstumsaussichten, Nachfrageentwicklung, Stabilität, Wettbewerbslage oder Managementqualität (vgl. WILLKE 2001: 164).

Die im Zuge des Ratingprozesses vorgenommene Risikoanalyse umfasst ein mehrstufiges Vorgehen. Zunächst wird das Länderrisiko betrachtet, dann das Branchenrisiko, anschließend die spezifischen Faktoren des emittierenden Unternehmens und schließlich die Bedingungen des Finanztitels selbst.

Da die für das Bonitätsrisiko relevanten Kriterien in Abhängigkeit von den betrachteten Emittenten unterschiedlich ausfallen, werden unterschiedliche Ratingsysteme für die Beurteilung von Banken, Versicherungen, Industrieunternehmen und öffentlichen Körperschaften, von öffentlichen und privaten Pfandbriefen, Bankschuldverschreibungen und Industrieobligationen oder von kurz- und langfristigen Finanztiteln angewandt (vgl. EVERLING/GAREIS 2005: 634-635).

2.5. Ratingskalen

Der Ratingprozess mündet in einer „Zensur“, die eine spezifische Definition des Bonitätsgrades des betrachteten Emittenten ausdrückt. Sie wird mithilfe von Symbolen in einer ordinalen Skala ausgedrückt. Für die Einstufung von kurz- und langfristigen Forderungstiteln werden unterschiedliche Skalen verwendet. In der folgenden Abbildung wird die Ratingskala für langfristige Verbindlichkeiten der beiden größten Agenturen Moody's und Standard & Poor's wiedergegeben.

Moody's	Standard & Poor's	Einstufung
Aaa	AAA	Investmentbereich
Aa1	AA+	
Aa2	AA	
Aa3	AA-	
A1	A+	
A2	A	
A3	A-	
Baa1	BBB+	
Baa2	BBB	
Baa3	BBB-	
Ba1	BB+	Spekulativer Bereich
Ba2	BB	
Ba3	BB-	
B1	B+	
B2	B	
B3	B-	
Caa1	CCC+	
Caa2	CCC	
Caa3	CCC-	
Ca	CC	
C	C	
	D	

Quelle: GRAS 2003: 9.

Mit der Zuordnung eines Ratingsymbols erfolgt auch eine Einordnung in den Investment- bzw. den spekulativen Bereich. Alle Forderungstitel mit dem Rating BB+ bzw.

Bal oder niedriger werden in den spekulativen Bereich eingestuft. Diese Grenze ist in der Praxis von großer Bedeutung, da nicht nur Kapitalbeschaffungskosten und Kapitalzufluss, sondern auch Anlegerverhalten und Regulierungsbestimmungen daran gekoppelt sind (vgl. GRAS 2003: 9). Spekulative Ratings sind Ausdruck einer erhöhten Gefährdung des Kapitaleinsatzes und der Tilgung. So bewertete Forderungstitel weisen ein hohes Risiko auf und werden von Aufsichtsbehörden für institutionelle Anleger teilweise ausgeschlossen. Dementsprechend müssen Titel aus dem spekulativen Bereich eine entsprechend höhere Rendite erbringen, um die Anleger für die bestehenden Risiken zu entschädigen.

3. Bedeutung und Auswirkungen der Arbeit von Rating-Agenturen

3.1. Struktur des Ratingmarktes

In der Ratingbranche vereinen die drei genannten großen Agenturen gemeinsam einen Marktanteil von mehr als 90 % auf sich. Dieser Markt ist also von wenigen Anbietern und unvollständigem Wettbewerb geprägt und weist oligopolistische Strukturen auf (vgl. ASMUSSEN 2005: 247-248). Das Ratinggeschäft ist äußerst profitabel und geht mit hohen Gewinnmargen und Umsatzrenditen einher, die aus den Zahlungen der Emittenten herrühren. Das wichtigste Kapital der Ratingagenturen selbst ist ihr Ruf bzw. ihre Glaubwürdigkeit. Die Notwendigkeit, diese zu bewahren und zu pflegen, diszipliniert die Agenturen in ihrem Verhalten, da bei jeder Vergabe eines Ratings die Integrität und Glaubwürdigkeit einer Agentur auf dem Spiel steht.

Bei ihrer Selbstvermarktung positionieren sich die Agenturen als neutrale Informationslieferanten im Dienst aller Marktteilnehmer. Tatsächlich arbeiten die Agenturen jedoch in erster Linie zugunsten der Maximierung des eigenen Profits. Die Kosten der Erstellung eines Ratings sowie Folgekosten einer Herabstufung oder möglicher Fehlbewertungen haben jedoch die Emittenten und Investoren zu tragen. Da Ratings rechtlich als Meinungsäußerungen gelten, besteht nur eine geringe Verantwortlichkeit bzw. Haftbarkeit der Agenturen gegenüber den Emittenten und den Investoren (vgl. GRAS 2003: 15-16).

Aus der oligopolistischen Struktur des Marktes leitet sich bereits eine gewisse Marktmacht der drei großen Agenturen ab. Damit verfügen sie über Möglichkeiten der Einflussnahme auf das Marktgeschehen und somit auf die Allokation von Kapital. Durch den mangelnden Wettbewerb zwischen den Ratingagenturen erhöht sich die Gefahr von Fehltritten und ineffizienter Informationsverarbeitung.

3.2. Macht

Die Ratings werden von den Emittenten bezahlt, die aufgrund der immensen Tragweite vom Urteil der Agentur abhängig sind. Diese Konstellation birgt die Gefahr potenzieller Interessenkonflikte. Emittenten werden gegenüber den Agenturen erpressbar, wenn sie damit rechnen müssen, dass freiwillige Zusammenarbeit oder höhere Gebühren zu einem besseren Rating führen. Dieses Abhängigkeitsverhältnis eröffnet den Agenturen Möglichkeiten der direkten und der indirekten Einflussnahme auf das Emittentenverhalten. Sowohl vor der Emission als auch beim Überprüfungsprozess beugen sich die Schuldner einem gewissen Anpassungsdruck an die Kriterien der Agenturen. Sie übernehmen deren Vorschläge bzw. Vorgaben, um ein angestrebtes Bonitätsurteil zu erreichen oder eine drohende Herunterstufung zu verhindern. Ratingagenturen können damit erheblichen Einfluss auf wirtschaftliche Entscheidungen von Unternehmen und auf politische Handlungen vor allem von Entwicklungs- und Schwellenländern nehmen (vgl. GRAS 2003: 21-22).

Durch die beschriebenen Mechanismen setzen Ratingagenturen Standards für Kreditwürdigkeit auf den internationalen Finanzmärkten. Mittlerweile sind die von den Ratingagenturen vorgenommenen Standardisierungen weltweit in hohem Maß akzeptiert und erfahren eine breite Verwendung (vgl. WILLKE 2001: 164). Dadurch beeinflussen die Ratingagenturen Prozesse und Regeln auf den Finanzmärkten. So werden die Ratings von Marktteilnehmern als Gütesiegel wahrgenommen. Das Erreichen oder Verfehlen des Investmentbereichs kann sich massiv auf das Investorenverhalten auswirken und Kapitalströme lenken. Mit der Etablierung eines Kreditwürdigkeitsstandards werden gleichzeitig auch Maßstäbe für die Risikobewertung gesetzt, was zu einer Vereinheitlichungstendenz bei der Einschätzung von Schuldnern führt. Gleiche kollektive Einschätzungen können zu gleichem kollektiven Verhalten (Herdenverhalten) der Anleger führen, in massiven kollektiven Kapitalbewegungen mit weit reichenden Konsequenzen münden und krisenhafte Situationen (Asienkrise) verschärfen (vgl. GRAS 2003: 25-26).

Ratingagenturen setzten nicht nur Standards für Kreditwürdigkeit, sondern überprüfen gleichzeitig deren Einhaltung. Damit liegen in diesem Bereich Regelsetzung und -überprüfung in einer Hand, was der klassischen Gewaltenteilung funktionierender Gemeinwesen widerspricht. Dieser Zustand wird durch die Verwendung der Ratings durch die öffentlichen Finanzmarktregulierer verstärkt und legitimiert. Dies ist angesichts der mangelnden Haftbarkeit der Ratingagenturen umso problematischer, da der Gestaltungsmacht keine entsprechende Verantwortlichkeit gegenübersteht. Damit nehmen die Ratingagenturen faktisch die Rolle von regulierenden Aufsichtsinstitutionen auf den Finanzmärkten ein. Den privaten Unternehmen kommt so ein „quasi-öffentlicher“ Status zu. In ihrer Studie zur Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten resümiert Isabelle Gras: „Deutlich wird hier, dass eine regelrechte

Privatisierung von Aufsicht und Regulierung vonstatten geht: Die marktführenden privatwirtschaftlichen Unternehmen operieren in einer regulatorischen Lücke und nehmen – legitimiert durch eine allgemeine Zuschreibung von Aufsichtsfunktionen – selbst die Rolle des Regulierers ein, indem sie maßgeblich über die Verteilung von Verfügungsrechten bestimmen. Einer solchen Rolle wohnen immense Kontrollmöglichkeiten über den gesamten Finanzmarkt inne.“(GRAS 2003: 28. Vgl. GRAS 2003: 26-28).

3.3. Der Beitrag der Rating-Agenturen zum Funktionieren der Finanzmärkte

Durch die Ausübung ihrer beschriebenen Aufsichtsfunktion tragen die Ratingagenturen zum Funktionieren der Kapital- und Finanzmärkte bei. Durch ihre Geschäftstätigkeit erleichtern sie bzw. ermöglichen sie den Handel zwischen Kapitalanbietern und Kapitalnachfragern. Damit leisten sie einen wichtigen Beitrag zur Transparenz und Effizienz der Kapitalmärkte, was Investoren und Emittenten und letztendlich auch der Volkswirtschaft als Ganzem zugute kommt (vgl. MEINUNGEN 2005: 257). Sie verringern als „Informationsdienstleister“ die Transaktionskosten der Marktteilnehmer und beseitigen Asymmetrien, indem sie interne Informationen der Emittenten in ein öffentlich zugängliches Rating umsetzen (vgl. MEINUNGEN 2005: 258). Durch ihre Risikoeinschätzungen vermindern die Agenturen die Unsicherheit in den Märkten und tragen so zur Reduktion systematischer Risiken im Finanzsystem bei. Idealerweise beugen sie dadurch Krisen vor und helfen, die Stabilität und die Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzsektors zu sichern. Damit nehmen sie die Rolle eines Frühwarnsystems und einer Marktkontrollinstanz ein. Durch ihre internationale und branchenübergreifende Tätigkeit beschleunigen die Ratingagenturen die Integration der weltweiten Finanzmärkte, indem sie Standards setzen und Verfahren begünstigen, die den Kapitalfluss erleichtern. Die Agenturen ermöglichen eine Erweiterung des Kreises der Marktteilnehmer über institutionelle Finanzmakler wie Banken und Versicherungen hinaus, deren Macht sie durch die Auslagerung und Veröffentlichung der Bonitätsprüfung wirksam begrenzen. Schließlich bündeln die Agenturen Fachwissen über das weltweite Finanzsystem und tragen zur Gewinnung und Verbreitung neuer Erkenntnisse auf diesem Gebiet bei.

4. Ratingagenturen in der Diskussion

4.1. Krisensituationen

Die Rolle von Ratingagenturen in Krisensituationen auf den Finanzmärkten ist kritisch beleuchtet worden. Beispielhaft soll hier kurz auf die Asienkrise 1997/98 und den Enron-Skandal 2001 eingegangen werden.

Mit der Freigabe des Wechselkurses 1997 werteten die Landeswährungen einiger **asiatischer Länder**, vor allem Thailand, Indonesien und Südkorea, gegenüber dem US-Dollar drastisch ab, wodurch die betroffenen Staaten mit ihren Auslandsverpflichtungen in Zahlungsschwierigkeiten gerieten. Vor Ausbruch der Krise waren starke ausländische Kapitalströme in die Region geflossen, die zu einem Investitionsboom und dem Ansteigen der Vermögenspreise geführt hatte. Gleichzeitig stieg die Verschuldung der betrachteten Staaten immer weiter an. Im Laufe des Jahres 1997 wurden kurzfristig große Kapitalmengen durch ausländische Investoren abgezogen, was die einheimischen Währungen unter Druck setzte und zur Zahlungsunfähigkeit von Unternehmen und Banken führte (vgl. KRÜGER 2000: 1-4). Die Rating-Agenturen hatten diese krisenhafte Entwicklung nicht vorhergesehen. Erst als Südkorea seine Währung im November 1997 freigab, werteten Standard und Poor's sowie Moody's die Kreditwürdigkeit des Landes herab, zunächst von AA+ auf A- (S&P). Nachdem im Dezember 1997 die Instabilität der Finanzmärkte weiter wuchs, kam es zu einer erneuten Herabstufung, dieses Mal von A- auf BBB- bzw. von A3 auf Baa2. Einige Tage später wurden auch die Verbindlichkeiten von Indonesien, Malaysia und Thailand in den spekulativen Bereich eingeordnet und weiter herabgestuft.

Die Einstufungen der Ratingagenturen wurden im Nachhinein kritisiert. In seiner Untersuchung der Asien-Krise stellt Heribert Dieter fest: „Rating-Agenturen, vor allem Moody's und Standard & Poor's haben in der Asienkrise die ihnen zugedachte Funktion nicht erfüllt. Gläubiger wurden vor den Risiken einer Kreditvergabe nicht gewarnt. Als allerdings die Krise täglich an Dramatik gewann, stuften die Rating-Agenturen asiatische Schuldner in rascher Folge ab. Im Ergebnis haben die Rating-Agenturen also prozyklisch gewirkt.“ (DIETER 1998: 13). Der weiter oben beschriebene „Herdentriebefekt“, der durch die Einstufungen der Ratingagenturen ausgelöst werden kann, trug im Fall der Asienkrise zur Verschärfung der Situation bei. Untersuchungen haben gezeigt, dass die wichtigsten Daten, wie die ungünstigen Schulden-Eigenkapitalquoten und die instabilen Finanzsysteme der Länder, den Agenturen bekannt waren. Trotzdem blieben vorausschauende Warnungen in der vorhergehenden Boomphase weitgehend aus. Immerhin stufte Moody's Thailand bereits im April 1997 herab, bevor das Land im Juli den internationalen Währungsfonds um Hilfe bitten musste. Bei S&P erfolgte die erste Herabstufung Thailands allerdings erst im September.

Die Asienkrise hat zur Kritik an der Arbeit der Rating-Agenturen geführt. So äußerten sich auch der Internationale Währungsfonds und die Weltbank kritisch über die mangelnde Voraussicht der Ratings. In der Öffentlichkeit und der Politik begannen Diskussionen über Möglichkeiten, die internationale Finanzarchitektur und die Rolle der Rating-Agenturen zu stabilisieren.

Der Konzern **Enron** entstand 1985 aus der Fusion zweier Energieunternehmen. Im Laufe der nächsten Jahre wurde das Unternehmen zum größten Erdgas-Händler in Nordamerika und Großbritannien. Die Aktie des Konzerns wurde zum Ende der 1990er Jahre vom Börsenboom erfasst und erreichte im August 2000 mit einem Stand von über 90 Dollar ihren Höchstwert. Als Enron 2001 Antrag auf Gläubigerschutz stellte, bedeutete dies den größten Konkurs der amerikanischen Firmengeschichte. Im Oktober 2001 gab Enron einen Verlust von 638 Mio. Dollar im dritten Quartal bekannt. Kurz darauf begann die Börsenaufsicht mit der Überprüfung der Bilanzen und der Buchführung. Im November 2001 legte Enron den Aufsichtsbehörden Dokumente vor, die die Aussagen über die finanzielle Situation des Unternehmens der vorangegangenen fünf Jahre revidierten. Das Unternehmen gestand, die Gewinne seit 1997 um rund 600 Mio. Dollar überhöht zu haben (vgl. NETZZEITUNG WIRTSCHAFT 2002: 1-4). Wie im Fall der Asienkrise reagierten die Ratingagenturen erst nach Ausbruch der Krise auf die Situation bei Enron. Bis fünf Tage vor der Stellung des Konkursantrages bewerteten alle drei großen Ratingagenturen Enrons Kreditwürdigkeit im Investmentbereich (vgl. STECK 2004: 14). Ganz offensichtlich hatten die Agenturen ihre Frühwarnfunktion nicht erfüllt und trotz vorliegender Hinweise die tatsächliche Situation bei Enron falsch eingeschätzt bzw. gezögert, Konsequenzen für ihre Ratingentscheidungen zu treffen.

Der Enron-Skandal löste in den USA erneut eine kritische Diskussion über die Rolle und Funktion von Ratingagenturen aus. Vor einem Untersuchungsausschuss des Senats mussten Vertreter der Ratingagenturen erläutern, wie es trotz der desolaten Finanzsituation zu den positiven Ratings für Enron kommen konnte. In seinem Abschlussbericht übte der Ausschuss scharfe Kritik an den Agenturen und stellte deren Nutzen sogar grundsätzlich in Frage. Angesichts der Verwendung von Ratingurteilen in der Praxis der amerikanischen Kapitalmarktregulierung kann dies als Einschnitt angesehen werden. Der Untersuchungsausschuss stellte fest: „[...] the agencies did not perform a thorough analysis of Enron’s public filings, did not pay appropriate attention to allegations of public fraud; and repeatedly took company officials at their word, without asking probing” (zit. nach ROSENBAUM 2004: 23). Die verstärkten internationalen Bemühungen zur staatlichen Kontrolle der Ratingagenturen sind vor diesem Hintergrund zu betrachten.

4.2. Staatliche Kontrolle von Ratingagenturen

Bislang existieren kaum regulatorische Maßnahmen gegenüber Ratingagenturen. Der Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Jochen Sanio, sprach im Jahr 2004 von der bislang „größten unkontrollierten Machtstruktur im Weltfinanzsystem“ (zitiert nach STRUNZ-HAPPE 2005: 232). In Europa wurde die Notwendigkeit, diesen Zustand zu ändern, durch die neuen Eigenkapitalbestimmungen (Basel II) ver-

stärkt, die auf den Bewertungen anerkannter Ratingagenturen basieren (vgl. ASMUSSEN 2005: 252-253). Mittlerweile haben sich verschiedene internationale, nationale und europäische Gremien mit der Frage eines Ordnungsrahmens für Ratingagenturen beschäftigt. Im Dezember 2004 hat die internationale Vereinigung der Wertpapieraufseher, die International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) einen ersten Schritt vollzogen und Verhaltensgrundsätze, Code of Conduct Fundamentals, für Ratingagenturen beschlossen.

Die amerikanische Finanzmarktaufsicht SEC vergibt seit den 1970er Jahren eine Anerkennung als „Nationally Recognized Statistical Rating Organisation“ (NRSRO) für Ratingagenturen. Ratings solcher Agenturen werden von den Behörden zur Überprüfung der Eigenkapitalsituation beaufsichtigter Unternehmen verwendet. Außer den drei großen Agenturen verfügt nur die kanadische Ratingagentur Dominion über diesen Status. Aufbauend auf den Erfahrungen der SEC veröffentlichte die IOSCO 2003 einen Katalog von Prinzipien, die für Rating-Agenturen gelten sollen (vgl. STRUNZ-HAPPE 2005: 235-236).

- Die Qualität und Integrität des Rating-Verfahrens soll gewährleistet sein.
- Ratingagenturen sollen unabhängig von politischen oder wirtschaftlichen Interessenkonflikten sein.
- Ratingverfahren sollen schnell und transparent sein.
- Vertraulich gewährte Informationen sollten vertraulich behandelt werden.

Die IOSCO setzte im Anschluss eine Arbeitsgruppe ein, um diese Prinzipien zu konkretisieren. Der Deutsche Bundestag unterstützte diesen Prozess und hat die Bundesregierung aufgefordert, international abgestimmte Verhaltensregeln für Rating-Agenturen zu fördern. Ende März 2004 wurde ein entsprechender interfraktioneller Antrag beschlossen (BT-Drucksache 15/2815).¹

Der Code of Conduct Fundamentals für Rating-Agenturen der IOSCO wurde im Dezember 2004 beschlossen und veröffentlicht. Er stellt grundlegende Verhaltensregeln für Ratingagenturen auf (vgl. STRUNZ-HAPPE 2005: 238-241, ASMUSSEN 2005: 251). Offen blieben zunächst die Fragen der Durchsetzung und von Sanktionen bei Nichteinhaltung des Verhaltenskodex. Auf europäischer Ebene sind die Wertpapier- und Bankenaufsichtsinstitutionen (CESR und CEBS) damit befasst, die Umsetzung und Ausgestaltung des Code of Conduct Fundamentals zu begleiten. Nach Ansicht von Anne Strunz-Happe besteht mit dem IOSCO Code nun ein verlässlicher Rahmen für Emit-

¹ Die wesentlichen Punkte dieses Antrags sind bei STRUNZ-HAPPE 2005 auf den Seiten 237-238 zusammengefasst. Vgl. auch ASMUSSEN 2005: 250-251.

tenten, Investoren und Agenturen, da die Ratingverfahren transparenter und überprüfbarer werden. Durch den so entstehenden Vertrauenszuwachs sieht sie die Tätigkeit der Ratingagenturen gestärkt sowie deren Qualität und Integrität gesichert. Ob tatsächlich darüber hinaus gehende regulatorische Eingriffe in den Rating-Markt notwendig werden, kann erst nach einigen Jahren, in denen die Rating-Agenturen sich an die gesetzten Regeln anpassen müssen, gesagt werden. Mit der Einführung des IOSCO Verhaltenskodex wurden Bestimmungen geschaffen, die den Empfehlungen des Deutschen Bundestages Rechnung tragen (vgl. STRUNZ-HAPPE: 244-245).



5. Quellenverzeichnis

- ASMUSSEN, Jörg (2005): Rating-Agenturen und Finanzaufsicht. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 57, S.246-255.
- DIETER, Heribert (1998): Die Asienkrise. Marburg.
- EVERLING, Oliver/GAREIS, Stephanie (2005): Credit Rating. In: Gabler Wirtschaftslexikon. Bf-E. 16. Auflage. Wiesbaden. S.631-636.
- GRAS, Isabelle (2003): The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Rolle der Rating-Agenturen auf den internationalen Finanzmärkten. REGEM Analysis 6. www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no6.pdf [Stand: 10.04.2006].
- KRÜGER, Lydia (2000): Die Ursachen der Asienkrise: vier Erklärungsansätze im Vergleich. www.astm.lu/imprimer.php3?id_article=364 [Stand: 12.04.2006].
- MEINUNGEN (2005): Meinungen zum Thema Bedeutung und Macht internationaler Ratingagenturen. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 57, S.256-278.
- NETZZEITUNG WIRTSCHAFT (2002) : Der Aufstieg und Fall Enrons. www.netzzeitung.de/wirtschaft/176303.html [Stand: 12.04.2006].
- ROSENBAUM, Jens (2004): Der Einsatz von Rating-Agenturen zur Kapitalmarktregulierung in den USA: Ursachen und Konsequenzen. REGEM Analysis 8. www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no8.pdf [Stand: 12.04.2006].
- STECK, Gunnar (2004): Das System der US Kapitalmarktregulierung. REGEM Analysis 11. www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no11.pdf [Stand 11.04.2006]
- STRUNZ-HAPPE, Anne (2005): Ein Ordnungsrahmen für Rating-Agenturen - Bericht über die internationalen und nationalen Bestrebungen. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 57, S,231-245.
- WILLKE, Helmut (2001): Atopia. Studien zur atopischen Gesellschaft. Frankfurt a. M..