

# Unfehlbar? Zur Rolle der Ratingagenturen in den Finanzkrisen



Prof. Dr. habil. Matthias S. Fifka

Dr. Jürgen Meyer Stiftungslehrstuhl für  
Internationale Wirtschaftsethik und Nachhaltigkeit,  
Cologne Business School

# Gliederung

1. Natur und Aufgabe von Ratingagenturen
2. Einzelne Ratingagenturen
  1. Die „Big Three“
  2. Andere Ratingagenturen
3. Die Finanzkrisen
  1. Die Immobilienkrise in den USA
  2. Die „Euro-Krise“
4. Defizite im System der Ratingagenturen
5. Reformmöglichkeiten

# 1. Natur und Aufgabe von Ratingagenturen

- Grundlage:
  - Investoren und Gläubiger wollen Auskunft, wie wahrscheinlich es ist, daß sie ihr Geld zurückbekommen.
  - Emittenten haben ein Interesse daran, daß Auskunft über ihre Kreditwürdigkeit bzw. die Sicherheit ihrer Wertpapiere gegeben wird.
  - Umso unsicherer ein Emittent bzw. sein Wertpapier ist, umso höher wird der Zinssatz sein, den er den Gläubigern zahlen muß.
  - Rating-Agenturen übernehmen die Aufgabe, ein entsprechendes Urteil abzugeben.

# 1. Natur und Aufgabe von Ratingagenturen

- Gründe für eine Existenz:
  - Beseitigen Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Schuldnern/Emittenten
  - Reduzieren den Aufwand der Anleger
  - Reduzieren das „Prinzipal-Agent-Problem“, da sie das Risiko, das ein Finanzinstitut („Agent“) eingehen kann, reduzieren
  - Reduzieren „Collective-Action-Probleme“, die aus der organisatorischen Schwäche der Anleger resultieren

# 1. Natur und Aufgabe von Ratingagenturen

- Kontrolle:
  - sind privatwirtschaftlich organisiert, unterliegen aber einer Registrierungspflicht => Anerkennung durch den Staat
    - USA: Nationally Recognized Statistical Rating Organization (9)
    - EU: Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (28)
    - D: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (8)
  - Paradoxon: erfüllen hoheitliche Aufgaben, nämlich die Bewertung zum Zwecke gesetzlich vorgegebener Eigenkapitalvorschriften, unterliegen aber kaum einer staatlichen Kontrolle (nur ex-ante, nicht ex-post)

# 1. Natur und Aufgabe von Ratingagenturen

- Ratingagenturen beurteilen
  - die Kreditwürdigkeit von
    - Unternehmen
    - Staaten und untergeordneten Gebietskörperschaften
    - Nichtregierungsorganisationen
  - die ausgegebenen Wertpapiere; hier fließt die Kreditwürdigkeit des Emittenten ein und bestimmt den Zinssatz maßgeblich mit (Ausfallwahrscheinlichkeit)
- Die Ausfallwahrscheinlichkeit spiegelt keinen exakten Wert wider, sondern lediglich eine Rangordnung der jeweils vergleichbaren Wertpapiere.
- Buchstabenkombinationen („Rating-Codes“) bringen die Einschätzung der Agentur zum Ausdruck

Moody's		S&P		Fitch		DBRS	Englische Bezeichnung	Deutsche Beschreibung			
Long Term	Short Term	Long Term	Short Term	Long Term	Short Term						
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	AAA	Prime	Triple A = Ausfallrisiko ist fast Null			
Aa1		AA+		AA+		AAhigh	High grade	Sichere Anlage, wenn auch leichtes Ausfallrisiko			
Aa2		AA		AA		AA					
Aa3		AA-		AA-		AAlow					
A1	P-2	A+	A-1	A+	A1	Ahigh	Upper Medium grade	Die Anlage ist sicher, falls keine unvorhergesehenen Ereignisse die Gesamtwirtschaft oder die Branche beeinträchtigen			
A2		A		A		A					
A3		A-		A-		Alow					
Baa1	P-3	BBB+	A-3	BBB+	A3	BBBhigh	Lower Medium grade	Durchschnittlich gute Anlage. Bei Verschlechterung der Gesamtwirtschaft ist aber mit Problemen zu rechnen			
Baa2		BBB		BBB		BBB					
Baa3		BBB-		BBB-		BBBlow					
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	BBhigh	Non Investmentgrade speculative	Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage ist mit Ausfällen zu rechnen			
Ba2		BB		BB		BB					
Ba3		BB-		BB-		BBlow					
B1		B+		B+		Bhigh	Highly Speculative	Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der Lage sind Ausfälle wahrscheinlich			
B2		B		B		B					
B3		B-		B-		Blow					
Caa1	Not Prime	CCC+	C	CCC	C	CCC	Substantial risks	Nur bei günstiger Entwicklung sind keine Ausfälle zu erwarten			
Caa2		CCC				CC	Extremely speculative				
Caa3		CCC-				C	C	C	C	In default with little prospect for recovery	Moody's: in Zahlungsverzug Standard & Poor's: hohe Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls oder Insolvenzverfahren beantragt, aber noch nicht in Zahlungsverzug
Ca		CC									
		C									
C	Not Prime	D	/	DDD	/	D	In default	Zahlungsausfall			
/				DD							
/				D							

## 2.1. Einzelne Ratingagenturen – die „Big Three“

- Standard & Poor's
  - 1860: Henry Poor stellt finanzielle Information über die Eisenbahngesellschaften zusammen
  - 1906: Standard Statistics Bureau beginnt mit der Veröffentlichung von Info. zu Nicht-Eisenbahngesellschaften
  - 1941: Merger von Poor und SSB
  - 1966: Kauf durch The McGraw-Hill Companies
  - *Limited Liability Company*
  - Sitz in New York
  - ca. 10.000 Angestellte
  - Umsatz: \$2,61 Mrd
  - Marktanteil: 40%





## 2.1. Einzelne Ratingagenturen – die „Big Three“

- Moody's

- 1909: Gründung durch John Moody, der statistische Information zu Unternehmen bereitstellt
- 1962: Verkauf an Dun & Bradstreet
- 2000: eigenständiges Unternehmen
- börsennotiert
- Sitz in New York
- ca. 4.500 Angestellte
- Umsatz: \$2,03 Mrd.
- Marktanteil: 40%



## 2.1. Einzelne Ratingagenturen – die „Big Three“

- Fitch's
  - 1913: Gründung durch John Fitch, Erfinder des Buchenstabensystems
  - Tochter zu 60% von FIMALAC (Financière Marc de Lacharrière), eine französische Firma
  - Sitz in New York und London
  - ca. 2000 Angestellte
  - Umsatz: \$545 Mio.
  - Marktanteil: 15%



## 2.2. Einzelne Ratingagenturen – andere Agenturen

- Von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht anerkannt, z.B.:
  - Creditreform Rating AG mit Sitz in Neuss
  - Dominion Bond Rating Service (DBRS) mit Sitz in Toronto (auch anerkannt von der European Securities and Markets Authority (ESMA))
  - Japan Credit Rating Agency Ltd. mit Sitz in Tokyo
  - Fitch Ratings, Moody's, S & P (ESMA)
- in den USA anerkannt:
  - „Big Three“, Kroll Bond Rating Agency, A. M. Best Company, Rating and Investment Information (JP), Egan-Jones Rating Company und Morningstar

# 3.1. Die Finanzkrisen – Immobilienkrise in den USA

- Ursprünge der Krise:
    - Deregulierungspolitik unter Clinton im Finanzbereich in den 90er Jahren; graduelle Abschaffung des Trennbankensystems
    - Niedrigzinspolitik der US-Notenbank ab Ende 2001
- => Boom am Immobilienmarkt



## 3.1. Die Finanzkrisen – Immobilienkrise in den USA

- Immobilien-Kreditvergabe:
    - „Ursprünglich“:
      - Käufer nimmt Kredit bei seiner Bank auf.
      - Als Sicherheit dient die erworbene Immobilie, die bei Zahlungsausfall versteigert wird.
      - der Verkaufserlös ist ungewiß, deshalb muß die Bank einen entsprechenden Anteil an Eigenkapital als Risikopuffer zurückstellen.
- => das Eigenkapital ist damit aber gebunden und bringt der Bank keine Gewinne ein

## 3.1. Die Finanzkrisen – Immobilienkrise in den USA

- Immobilien-Kreditvergabe:
  - „Modern“:
    - Käufer nimmt Hypothek bei seiner Bank auf.
    - Als Sicherheit dient der Bank die erworbene Immobilie
    - eine Investment-Bank kauft die Hypothek, stückelt sie und bündelt sie zusammen mit anderen unterschiedlicher Risikoklassen zu Wertpapieren („securitization“), die an Investoren verkauft werden („mortgage backed securities“) und auf dem Rückfluß der Tilgungen beruhen
  - ⇒ Auslagerung von Risiken aus der eigenen Bilanz
  - ⇒ Freisetzung von Eigenkapital, das nicht zur Kreditabsicherung gehalten werden muß
  - ⇒ Kapitalgenerierung und Kommissionsgewinne bei den Investment-Banken

## 3.1. Die Finanzkrisen – Immobilienkrise in den USA

- „Mortgage Backed Securities“
  - sind frei handelbar => leichte internationale Distribution
  - scheinen aufgrund der „Hinterlegung“ mit Immobilien als Sachwerten sicher => positive Bewertung durch die Rating-Agenturen („triple A“)
  - Kauf durch amerikanische „pension funds“, die nur topbewertete Papiere kaufen dürfen
  - zudem hohe Nachfrage nach ihnen aufgrund großer Kapitalüberschüsse in Europa, dem Mittleren und Fernen Osten
  - ⇒ weltweite Streuung eines amerikanischen Risikos
  - ⇒ steigende Nachfrage nach mehr solcher Papiere
  - ⇒ Ausweitung des Hypothekengeschäfts auf „subprime mortgages“

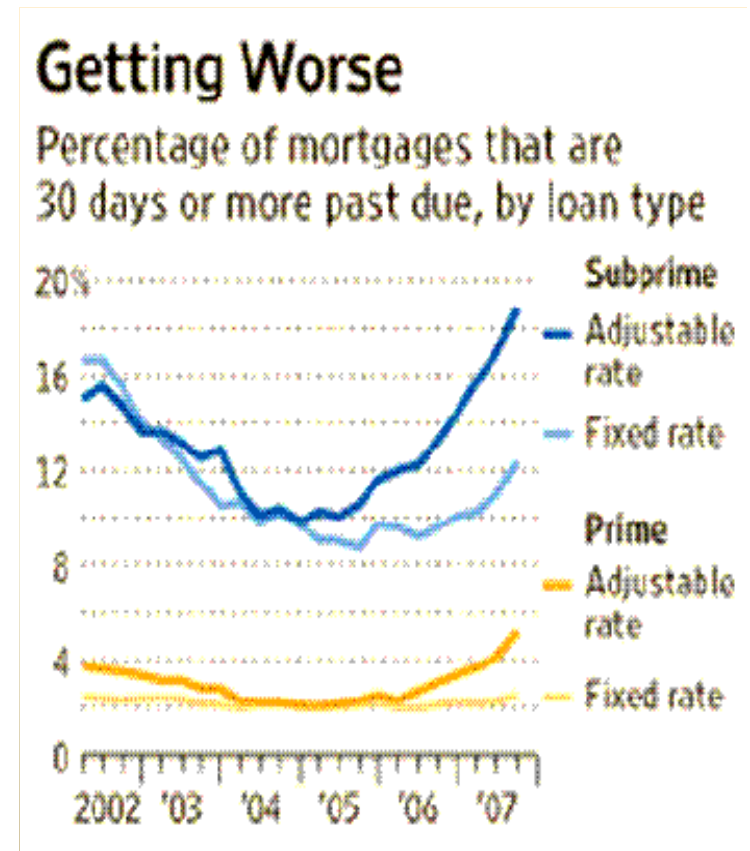
# 3.1. Die Finanzkrisen – Immobilienkrise in den USA

- Subprime Mortgages:
    - Kredite an Nehmer mit geringer Bonität
      - zu geringes Eigenkapital
      - zu geringes Einkommen
    - Scheinbar geringes Kreditrisiko für Banken aufgrund steigender Hauspreise
    - Schnelle „Weitergabe“ des Risikos an Investoren
- ⇒ **Spekulations- und Immobilienblase**
- Kreditaufnahme zum Kauf von Immobilien
  - Kreditaufnahme zum Kauf von Hypotheken
  - Kreditaufnahme zum Kauf von hypothekenbasierten Wertpapieren



# 3.1. Die Finanzkrisen – Immobilienkrise in den USA

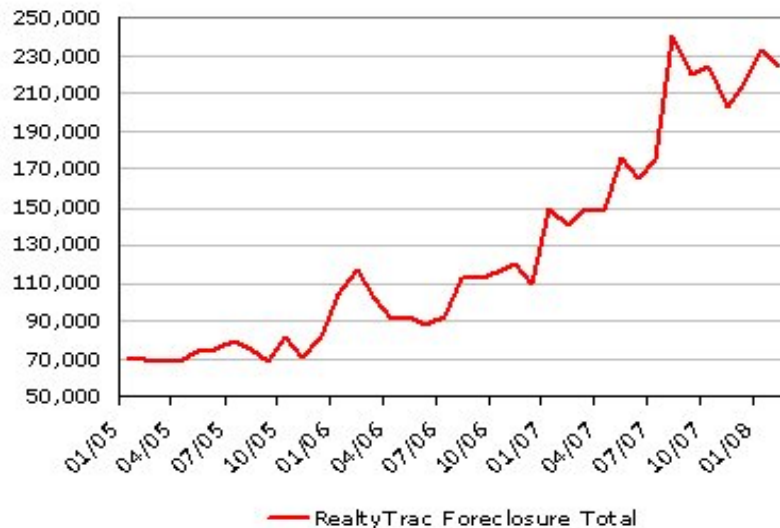
- Zinsanhebung der Zentralbank ab 2005, um Inflationsgefahren vorzubeugen.
  - ⇒ Steigen der Hypothekenzinsen; diese sind in den USA häufig an den Leitzinssatz gekoppelt.
  - ⇒ Steigende Ausfälle bei Rückzahlungen ab 2006!



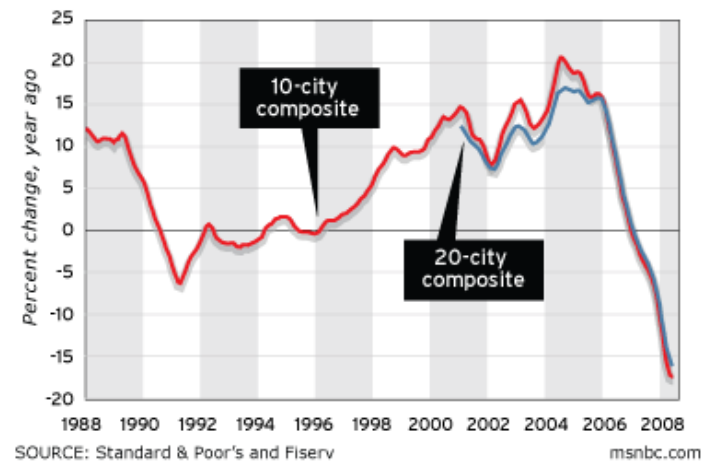
# 3.1. Die Finanzkrisen – Immobilienkrise in den USA

- ⇒ Zunehmende Zahl an Zwangsversteigerungen (Möglichkeit vom Darlehen zurückzutreten => „jingle mail“)
- ⇒ Überangebot an Immobilien steht einer immer kleineren Nachfrage gegenüber
- ⇒ dramatischer Preisverfall der Immobilien
- ⇒ Großer Verlust der entsprechenden Wertpapiere

U.S. foreclosures



S&P/Case-Shiller home price indices



## 3.2. Die Finanzkrisen – Die „Euro-Krise“

- Juni 2007: Zwei Fonds der Bank Bear Sterns geraten ins Wanken, weil sie mit hypotheckenbesicherten Wertpapieren spekuliert haben.
- Juli/August: Deutsche Banken, wie die West LB und die Bayern LB, geraten in die Krise
- Herbst: Nahezu alle Großbanken melden dramatische Verluste
- März 2008: Verkauf von Bear Sterns unter staatlichen Garantien
- 15. September: „Schwarzer Montag“; Lehman Brothers meldet Insolvenz an
- Herbst: Stützungsprogramm in den USA; Staat kauft faule Wertpapiere in Höhe von \$700 Mrd. von den Banken

## 3.2. Die Finanzkrisen – Die „Euro-Krise“

- Oktober 2008:
    - EU-Finanzminister beschließen den Schutz systemrelevanter Banken
    - Deutschland schafft ein Rettungspaket von €480 Mil. (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin))
    - andere Staaten folgen
  - November: Anfang von
    - Konjunkturpaketen
    - Leitzinssenkungen
  - Januar 2009: Teilverstaatlichung der Commerzbank
- ⇒ **in nahezu allen Ländern geraten Staaten durch Konjunktur- und Stützpakete in finanzielle Schieflage => „Euro-Krise“**

## 3.2. Die Finanzkrisen – Die „Euro-Krise“

- Dezember 2009: Fitch`s und S&P senken das Rating Griechenlands von A- auf BBB+; Moody`s folgt
- ⇒ Die finanzielle Situation Griechenlands wird bedrohlicher, da die Refinanzierung seiner Schulden teurer wird
- Januar 2010: Das Kabinett beschließt, Ratingagenturen unter die Kontrolle der BaFin zu stellen (wegen der Bewertung der hypothekenbesicherten Wertpapiere)
  - ab Februar: Druck der EU auf Griechenland hin zu mehr Sparbemühungen

## 3.2. Die Finanzkrisen – Die „Euro-Krise“

- April 2010:
  - Einigung zu einem EU-Rettungspaket für Griechenland
  - S&P stuft GR auf „Ramsch-Status“ (BB+)
  - ⇒ Die Rendite für 10jährige Anleihen steigt auf 10%
  - ⇒ GR kann sich nicht mehr über die Kapitalmärkte finanzieren
  - S&P stuft auch Portugal und Spanien herab
- Ab Sommer 2010: Kontinuierliche Abwertungen von GR, ES, P
- August 2011: Abstufung der USA durch S&P; Japans durch Moody's
- Ab Herbst 2011: Kontinuierliche Abwertung von Staaten und Banken

### 3. Die Finanzkrisen – Die „Euro-Krise“

- amerikanische Immobilien- und Finanzkrise:
  - klare Fehleinschätzungen der Ratingagenturen
  - nicht sorgfältige Beurteilung der mortgage backed assets
- „Euro-Krise“
  - ob die „Abwertungen“ gerechtfertigt waren, ist umstritten
  - tatsächlich haben die bewerteten Länder und Banken signifikante finanzielle Probleme
  - die Entscheidungen der Ratingagenturen sind unter ökonomischen Gesichtspunkten nachvollziehbar (wer würde Griechenland Geld leihen?)
  - aber: sind die Bewertungen sinnvoll?

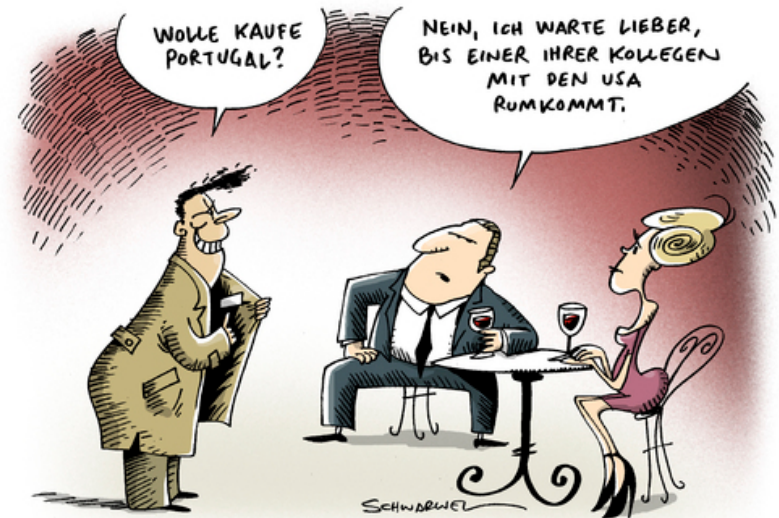
## 4. Defizite im System der Ratingagenturen

- ausgeprägtes Oligopol => kaum Wettbewerb auf dem Markt für Ratingagenturen
- geringe Chancen für kleine/neue Agenturen => hohe Markteintrittsbarrieren
- Anreizproblematik: die Emittenten zahlen für die Ratings => Wunsch beider Seiten nach einer möglichst positiven Bewertung
- Abhängigkeit zw. Ratingagenturen und Emittenten
  - die sechs größten Auftraggeber machen die Hälfte des Marktes aus
  - persönliche Verflechtungen
  - Ratingagenturen leisten auch Beratungsarbeit



## 4. Defizite im System der Ratingagenturen

- „Zertifizierer ohne Risiko“: keine Haftung für abgegebene Bewertungen; diese stellen lediglich Meinungen dar
- Auslösen von Abwärtsspiralen (selbsterfüllende Prophezeiung)
- Problem der Informationsbeschaffung
- Undurchsichtigkeit der Ratingmodelle



## 5. Reformmöglichkeiten

- Öffnung des Marktes und mehr Wettbewerb
  - Problem: wie?
  - bestehende Agenturen haben Erfahrungs- und Skalenvorteile
  - mehr Wettbewerb könnte zu „Ratinginflation“ führen
  - viele Agenturen führen zu schwer vergleichbaren Ratings
- Gründung einer europäischen Agentur?
  - mehr Wettbewerb, aber wie gestaltet man die Agentur?
    - privat oder staatlich?
    - wer hat dort Entscheidungsgewalt?
  - zur Zeit kaum glaubhaft



## 5. Reformmöglichkeiten

- keine gleichzeitige Beratungs- und Ratingtätigkeit (EU-Verordnung 1060/2009 u. 513/2011)
- Offenlegung der Bewertungsmodelle (EU VO.)
  - macht es den Emittenten leicht, ihre Papiere anzupassen
  - macht die Integration qualitativer Information schwierig
- Keine Bewertung von Wertpapieren bei unzureichender Information (EU VO.)
  - wann ist Information ausreichend?
  - wer bestimmt den notwendigen Grad an Information?
- Interne Kontrolle und Transparenzbericht (EU VO.)
  - löst nicht die eigentlichen Strukturprobleme
  - läßt den Agenturen viel Spielraum

# 5. Reformmöglichkeiten

- Wandel der Gebührenstruktur – vom Emittenten zum Investoren
  - reduziert die Anreizproblematik
  - viele Emissionen blieben unbewertet
- Fazit:
  - Strukturelle Reformen sind schwierig
  - Entscheidend wird sein:
    - den Bewertungen von Ratingagenturen weniger Bedeutung beizumessen => es ist nur eine „Marktmeinung“ unter vielen
    - eine Befreiung aus der selbstauferlegten Abhängigkeit!!!