

Kreditratingagenturen und ihre Rolle in der Schuldenkrise

Kreditratingagenturen spielen in der Schuldenkrise eine ambivalente Rolle. Einerseits stellen sie mit ihren Ratings einfach verständliche Informationen zur Kreditwürdigkeit von Staaten bereit, was wertvoll und unkritisch ist. Gleichzeitig sind mit ihren Bonitätsnoten aber auch heikle Effekte verbunden. Grund dafür sind hauptsächlich eine verbreitete, direkte regulatorische Berücksichtigung von Ratings sowie grundsätzliche potenzielle Probleme einer notenbasierten Bonitätsbewertung durch Agenturen. Um negative Einflüsse von Ratingagenturen zu reduzieren, setzen Reformen auf internationaler Ebene in diesen zwei Bereichen an.

1 Vgl. z.B. IMF (2010).

2 Vgl. z.B. Gärtner und Griesbach (2012).

3 Vgl. z.B. IMF (2010), S. 105 ff. oder Kiff, Nowak und Schumacher (2011).

«Wir müssen den Einfluss der Ratingagenturen begrenzen.» Diese Äusserung des deutschen Finanzministers Wolfgang Schäuble vom Juli 2011 zeigt exemplarisch, dass Kreditratingagenturen (*Credit Rating Agencies, CRA*) derzeit kritisch beurteilt werden. Ein Grund dafür ist die Schuldenkrise im Euroraum, in deren Verlauf sich im Nachgang zu Ratingherabstufungen immer wieder die Renditen von Staatsanleihen – und damit die Finanzierungskosten für Staaten – erhöht haben. Daraus leitet sich der Vorwurf ab, die Agenturen seien mit schuld daran, dass europäische Länder finanziell unter Druck geraten. In der Tat finden wissenschaftliche Studien¹ einen signifikanten Einfluss von Kreditratingaktionen auf die Renditen von Staatsanleihen, was aufgrund internationaler Finanzverflechtungen auch zu indirekten Folgeeffekten für weitere Länder führen kann. Spielen also CRA eine problematische Rolle, wie dies einzelne Politiker und Studien² postulieren? Um diese Frage beantworten zu können, müssen die Funktionen und Einflusskanäle von Ratings im aktuellen internationalen Finanzsystem geklärt werden.

Generelle Funktion von Ratings: Information

Kreditratingagenturen bewerten die Kreditwürdigkeit von Schuldnern. Dabei untersuchen sie verschiedenste quantitative und qualitative Merkmale und fassen die Ergebnisse der vielfältigen Analysen in einer Note, dem Rating, zusammen. Der grosse Vorteil dieser Form der Bonitätsbeurteilung liegt in den tiefen Informationskosten für potenzielle Investoren. Dank einer einfach verständlichen Note, die auf einer umfangreichen Informationsbasis beruht, ist es möglich, sich

auch mit geringem Aufwand von einem Schuldner ein Bild zu machen. Ausserdem bestehen im Kreditratingbereich – neben den üblichen Spezialisierungsvorteilen durch Arbeitsteilung – auch Grössenvorteile aufgrund der typischen Kostenstruktur, welche durch hohe Fixkosten bei vergleichsweise tiefen variablen Kosten geprägt ist. Dadurch kann eine CRA ihre Dienstleistung umso günstiger anbieten, je mehr Aufträge sie erhält. Entsprechend ist es für Investoren kostensparend, die Beurteilung der Kreditwürdigkeit an Agenturen zu delegieren.

Nebst diesem Vorteil weist die notenbasierte Bonitätsbewertung durch spezialisierte Agenturen auch mögliche Nachteile auf, insbesondere in den folgenden Bereichen:

- *Intransparenz*: Bei der Auswahl, Beurteilung und Gewichtung einzelner Kriterien besteht Ermessensspielraum. Ohne Offenlegung der Datenbasis sowie der Bewertungs- und Aggregationsprozesse sind deshalb die Urteile von CRA für Aussenstehende kaum nachvollziehbar.
- *Interessenskonflikt*: Im aktuell üblichen Geschäftsmodell beim Kreditrating werden die Agenturen für die Erstellung eines Ratings vom zu bewertenden Schuldner bezahlt (sogenanntes *Issuer-pays-Modell*, vgl. *Kasten 1*). Dadurch besteht für jede CRA ein Anreiz, tendenziell milde zu bewerten, da ansonsten der Kunde zur nächsten, möglicherweise nachsichtigeren Agentur abzuwandern droht.
- *Marktmacht*: Die genannten Grössenvorteile bei der Kreditbewertung haben eine unerfreuliche Kehrseite: Sie begünstigen die Bildung marktmächtiger Agenturen.

Aufgrund dieser potenziellen Probleme, welche sich negativ auf den Informationsgehalt eines Ratings auswirken können, kommen der *Qualität* und *Integrität* einer CRA entscheidende Bedeutung zu.

Unter dem Strich ist ein Kreditrating also eine nützliche, wenn auch nicht perfekte Informationsquelle. Empirische Untersuchungen,³ in denen CRA bei der Einstufung von Ausfallrisiken für Staaten ziemlich gut abschneiden, bestätigen dies.

Diese recht positive Einschätzung steht im scharfen Gegensatz zur eingangs erwähnten Kritik an Ratingagenturen. Dieser Kritik lässt



Dr. Jürg Adamek
Sektion Währung und Finanzstabilität, Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF, Bern

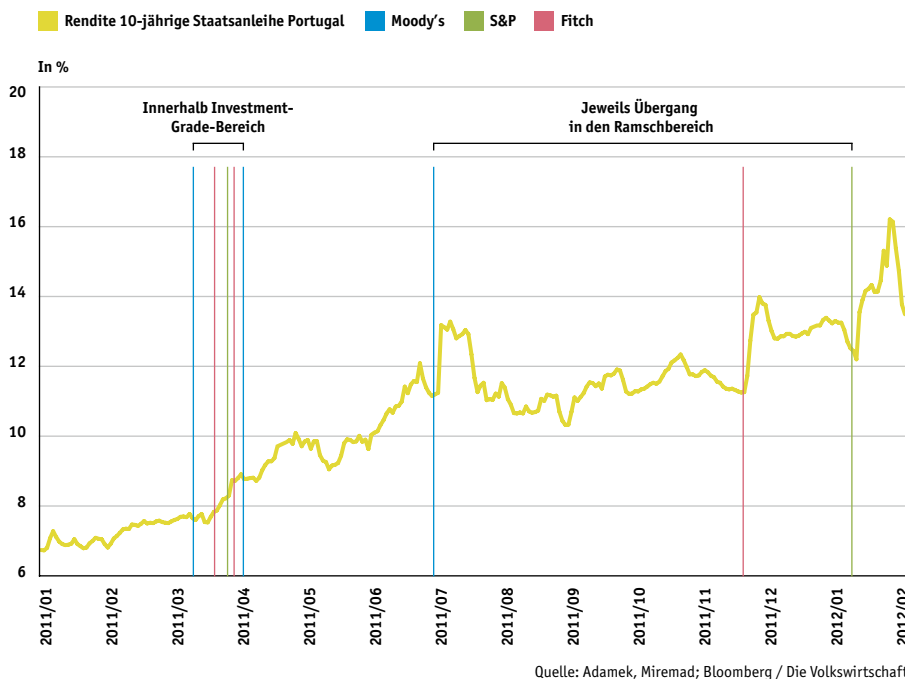


Alexandre Miremad
M.A. HSG, Sektion Währung und Finanzstabilität, Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF, Bern

Grafik 1

Cliff Effects – Portugal in der Schuldenkrise

Renditen von 10-jährigen portugiesischen Staatsanleihen und Ratingherabstufungen durch Moody's, Standard & Poor's und Fitch



Quelle: Adamek, Miremad; Bloomberg / Die Volkswirtschaft

und Verträge gefunden haben. Beispielsweise stellen Anlagevorschriften von institutionellen Anlegern (z.B. Pensionskassen) oftmals direkt auf Kreditratings ab. Auch bei der Bankenregulierung gemäss den Regeln des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS) müssen Banken ihre Aktiven je nach Risiko mit unterschiedlich viel Eigenkapital unterlegen. Dabei werden diese Risiken teilweise aufgrund von Bonitätsnoten beurteilt. Daneben machen auch Zentralbanken den möglichen Belehungsgrad von Sicherheiten bei Refinanzierungsgeschäften oft direkt von den Ratings dieser Sicherheiten abhängig. Schliesslich sind Ratings auch in der Privatwirtschaft vielerorts Teil von Reglementen, so etwa in Vereinbarungen bezüglich der vorzuhaltenden Sicherheiten bei Derivatgeschäften.

Die ausdrückliche, reglementarische Berücksichtigung von Ratings – in diesem Zusammenhang wird auch von der *Zertifizierungsfunktion* von CRA gesprochen – hat zur Folge, dass diese nicht mehr bloss eine Meinung unter vielen sind, sondern zwingend berücksichtigt werden müssen. Dies hat unter anderem folgende Konsequenzen:

- *Automatische Reaktionen, Cliffs*: Generell lösen Regeln, welche explizit auf Ratings abstellen, im Nachgang zu Ratingänderungen automatische Marktreaktionen aus. Die Regelwerke nehmen zudem oft nicht völlig kontinuierlich Bezug auf die Bonitätsnoten. Stattdessen erfolgt der Einfluss meist sprunghaft, etwa wenn Pensionskassen nur in Anlagen einer minimalen Güte investieren dürfen. Fällt nun die Bonitätsnote einer Anlage nach einer Herabstufung unter diese statistische Schwelle, müssen entsprechende Positionen komplett abgestossen werden. Insbesondere wenn mehrere Institutionen gleichzeitig verkaufen müssen, führt die Herabstufung automatisch zu einer Reaktion, welche möglicherweise über den Effekt hinausgeht, den die reine Zusatzinformation auslösen würde. Solche starken Effekte beim Überqueren einer (künstlichen) Grenze werden Klippeneffekte (*Cliff Effects*, kurz *Cliffs*) genannt. Eine typische solche Grenze stellt der Übergang von *Investment Grade* zu *Non-Investment Grade* (sogenannter Junk- oder Ramschbereich) dar. Ein anschauliches Beispiel hierfür liefert Portugal in der Schuldenkrise (vgl. *Grafik 1*): Die fünf Ratingherabstufungen der drei grossen Agenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch von Ende März und Anfang April 2011 führten jeweils zu relativ geringen unmittelbaren Marktreaktionen bei portugiesischen Staatsanleihen. Zur Erinnerung: Portugal

Kasten 1

Issuer-pays- vs. Investor-pays-Modell

Zur Vermeidung des mit dem Issuer-pays-Modell verbundenen Interessenskonflikts verfolgen einige kleinere Ratingagenturen – wie z.B. Egan Jones Rating oder Financial Health Ratings – einen alternativen Ansatz, bei welchem sie durch potenzielle Investoren, quasi Abonnenten, entschädigt werden (sogenanntes *Investor-pays-Modell*). Im Falle dieser Nischenanbieter kann sich dies positiv auf die Ratingqualität auswirken, wie etwa die Studie von *Strobl und Xia (2012)* belegt. Allerdings besteht beim Investor-pays-Ansatz ein grundsätzliches Trittbrettfahrerproblem, das gerade für die grossen internationalen Agenturen bedeutsam sein dürfte, deren Ratings nicht nur von einer spezifischen Investorenschaft nachgefragt werden. Denn falls es nicht möglich ist, die Kenntnis eines Ratings auf die bezahlenden Abonnenten zu beschränken, besteht für jeden potenziellen Investor ein Anreiz, sich das Rating umsonst zu beschaffen und die Bezahlung anderen zu überlassen. Gerade bei Schuldern mit einem breiten Kreis an möglichen Investoren dürfte diese Geheimhaltung von Bonitätsnoten schwer fallen. In letzter Konsequenz könnte dieses Trittbrettfahrerproblem dazu führen, dass niemand bereit wäre, für die Erstellung des Ratings aufzukommen, und daher die Benotung eines Schuldners ausbliebe.

sich allerdings entgegenen, dass sie oft bloss den Überbringer der schlechten Nachricht trifft. Und dass Informationen über die Kreditwürdigkeit eines Schuldners auch Auswirkungen auf dessen Finanzierungskosten haben, ist keineswegs unangebracht, sondern folgerichtig. So scheinen etwa für das sich in finanzieller Schieflage befindende Griechenland ein vergleichsweise tiefes Rating sowie eine hohe Risikoprämie für Staatsanleihen durchaus plausibel. Darüber hinaus stellen Ratings zwar eine wichtige, aber bei weitem nicht die einzige Informationsquelle zur finanziellen Verfassung eines Schuldners dar. Die Vorstellung, die Finanzmärkte wären ohne CRA beispielsweise nicht über die prekäre Finanzlage gewisser spanischer Banken informiert, ist abwegig.

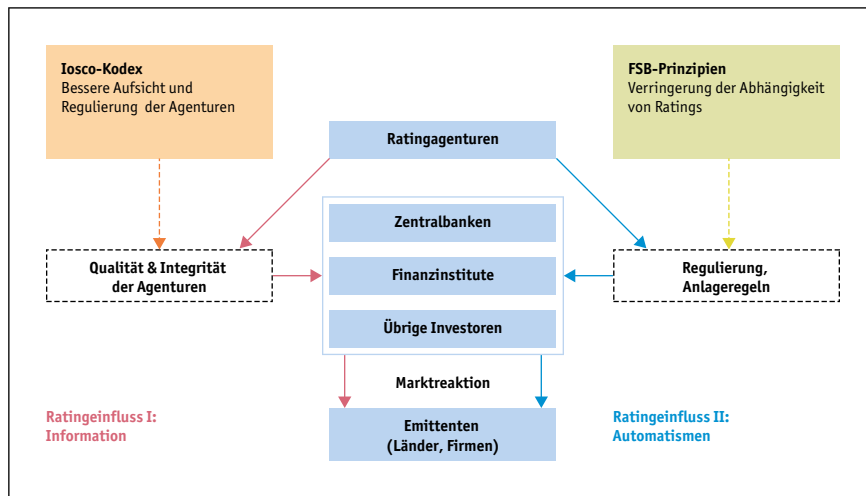
Da also Ratings alleine aufgrund ihres Informationsgehalts kaum eine speziell problematische Rolle spielen, stellt sich die Frage, ob sie allenfalls über einen weiteren Wirkungskanal einen kritisch zu beurteilenden Einfluss ausüben. Tatsächlich besteht ein solcher Kanal, welcher von der besonderen Rolle herrührt, die den Bonitätsnoten heutzutage an vielen Stellen zukommt.

Spezifische Funktion von Ratings: Zertifizierung

Das Spezielle an Ratings ist, dass diese expliziten Eingang in viele Regelwerke, Statuten

Grafik 2

Kreditrating – Reformansätze der Iosco und des FSB



Quelle: Adamek, Miremad / Die Volkswirtschaft

beantragte Anfang April 2011 internationale Finanzhilfe. Hingegen nahmen die Renditen dieser Anleihen bei den Herabstufungen Portugals in den Ramschbereich jeweils sprunghaft zu.

- *Generelle Rating-Schwächen werden unumgänglich:* Der Zwang zur Berücksichtigung von Ratings führt dazu, dass die zu Beginn genannten grundsätzlichen Probleme bei der notenbasierten Bonitätsbewertung durch CRA automatisch ins System transferiert werden. So können Investoren beispielsweise den Interessenskonflikt aufgrund des Issuer-pays-Ansatzes nicht durch die Beiziehung weiterer Informationsquellen entschärfen. Die Abhängigkeit von Ratings führt umgekehrt auch dazu, dass ein blinder Glaube an Ratings faktisch beglaubigt wird – teils sogar offiziell, wie etwa bei der Bankenregulierung. Dadurch wird der Aufbau entsprechender Kapazitäten und Fähigkeiten zur Risikoanalyse tendenziell vernachlässigt.

Durch die verpflichtende Berücksichtigung von Bonitätsnoten wird überdies die eingangs erwähnte Gefahr einer Bildung marktmächtiger Agenturen deutlich problematischer, weil so die quasi-offizielle Zertifizierungsfunktion de facto in den Händen eines privaten Oligopols liegt. Global beträgt der gemeinsame Marktanteil von Moody's, Standard & Poor's und Fitch über 90%. Vor dem Hintergrund einer unausweichlichen Berücksichtigung von Ratings überlagern sich letztlich all die genannten Negativaspekte und führen dazu, dass CRA aktuell tatsächlich eine teilweise problematische Rolle spielen.

Lösungsansätze

Aufgrund der globalen Tragweite von CRA und deren Ratings sind globale Ansätze zur Problemlösung nötig. Zwei heikle Bereiche haben wir identifiziert: zum einen zentrale Schwächen wie Intransparenz oder Interessenskonflikte, welche die Qualität der Bonitätsnoten potenziell beeinträchtigen, und zum anderen die Auswirkungen der Zertifizierungsfunktion von Ratingagenturen. Folglich müssen zur Verbesserung der Situation einerseits die Regulierung und Aufsicht der Ratingagenturen gestärkt werden, um diese zentralen Schwächen zu bekämpfen. Andererseits geht es darum, die Zertifizierungseffekte zu reduzieren, indem die Ratingabhängigkeit der Finanzinstitute gemindert und deren Anreiz zur Förderung der eigenen Risikoanalyse erhöht wird.

Die neuen internationalen Standards be-fassen sich mit diesen beiden Problembe-

Kasten 2

Situation in der Schweiz und in der EU

Die grössten CRA sind in den USA und in Grossbritannien angesiedelt. Fedafin ist die einzige Ratingagentur der Schweiz. Ihr Fokus liegt auf dem Schweizer Marktsegment öffentlich-rechtlicher Körperschaften und ihrer Instrumente.^a Ihre Beurteilung umfasst über 2400 Schweizer Gemeinden und Städte, die Kantone, 150 staats-nahe Betriebe sowie 70 private Unternehmen.

In Bezug auf die Regulierung und Aufsicht in der Schweiz hat die Aufsichtsbehörde Finma 2008 das Rundschreiben «Ratingagenturen» in Kraft gesetzt und per 1. Januar 2012 revidiert.^b Es richtet sich an die Beaufsichtigten der Finma, welche die Benotungen allein zu aufsichtsrechtlichen Zwecken verwenden (Berechnung der Eigenmittel bei den Banken und Kapitalbestimmung gemäss *Swiss Solvency Test* bei den Versicherungen). Die Kriterien zur Anerkennung von CRA richten sich nach den Grundsätzen des Iosco-Kodex von 2008. Konkret anerkennt die Finma fünf Ratingagenturen: Moody's, Standard & Poor's, Fitch, DBRS und Fedafin.^c Die Verwendung der Ratings für andere als aufsichtsrechtliche Belange – z.B. zur Information oder im Rahmen des Risikomanagements der Beaufsichtigten – bleibt uneingeschränkt möglich.

In der EU beaufsichtigt die *European Securities and Markets Authority (Esma)* die CRA. Basis dieser Aufsichtstätigkeit bildet eine EU-weite Regulierung,^d deren Fokus auf der Vermeidung von Interessenskonflikten und Intransparenz sowie auf der Verbesserung der Ratingqualität und -methodologie liegt. Sie geht damit in Richtung des Iosco-Verhaltenskodex. Daneben

strebt die EU-Kommission weitere CRA-bezogene Regulierungen an, welche überwiegend im Einklang mit den Initiativen des FSB stehen.

Verschiedentlich wird die Schaffung einer international tätigen europäischen Kreditrating-agentur erwogen. Vereinzelt wird gar die Gründung einer öffentlich-rechtlichen Agentur gefordert. Ein öffentliches Engagement zugunsten einer Agentur wäre deren Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit jedoch abträglich. Zudem sähe sich ein europäischer Bonitätsprüfer grundsätzlich mit denselben Problemen konfrontiert wie die bestehenden Institute. Nicht zuletzt aus diesen Gründen konzentriert sich die Europäische Kommission deshalb auf die Verbesserung des allgemein gültigen Rahmens und überlässt die Entstehung europäischer CRA privaten Initiativen, wie etwa den Bestrebungen des Beratungsunternehmens Roland Berger^e oder dem Projekt der Bertelsmann Stiftung für eine *International Non-Profit Credit Rating Agency (Inkra)*.^f

a Fedafin: www.fedafin.ch.

b Finma-RS 12/1 Ratingagenturen, Anerkennung von Instituten zur Bonitätsbeurteilung (Ratingagenturen), Juni 2011.

c Finma, Anerkannte Ratingagenturen.

d Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Rating-Agenturen, inklusive Änderungen und Ergänzungen.

e Vgl. Roland Berger: www.rolandberger.de/medien/presse/pressemitteilungen/Ratingagentur_europaesischen_Ursprungs.html.

f Bertelsmann Foundation: www.bfna.org, Publications, Apr 16 2012, Blueprint for INCRA: An International Non-Profit Credit Rating Agency.

reichen. Der Verhaltenskodex der *International Organization of Securities Commissions (Iosco)* von 2008 geht die genannten Schwächen an, indem er einen Rahmen zur Regulierung und Aufsicht der CRA bereitstellt.⁴ Auf der anderen Seite hat das *Financial Stability Board (FSB)* Ende 2010 Prinzipien entwickelt, um die Abhängigkeit der Finanzinstitute von den Ratings zu verringern.⁵ Grafik 2 illustriert die beiden Reformen und die Beziehungen zwischen den einzelnen Akteuren.

Am Gipfel von 2009 in London hielt die G20 ihre Mitgliedstaaten zur Umsetzung des Iosco-Kodex an.⁶ Zudem verabschiedete die G20 am Gipfel in Seoul 2010 auch die FSB-Prinzipien und beauftragte das FSB mit einer Evaluation der Mitglieder zum Stand der Umsetzung beim Kodex und den Prinzipien.⁷

Antwort der Iosco auf zentrale Schwächen

Der Iosco-Kodex dient als Rahmenwerk dazu, die einzelnen Schwächen zu beheben oder zumindest zu entschärfen. So haben die CRA beispielsweise zur Erhöhung der *Transparenz* die Ratings und die Details der Evaluationsverfahren offenzulegen und Vertraulichkeitsprobleme mit den Emittenten zu regeln. Um ihre *Unabhängigkeit* zu stärken und um *Interessenskonflikte* zu vermeiden, dürfen Ratingagenturen keinem wirtschaftlichen oder politischen Druck unterliegen. Sie müssen die Unabhängigkeit ihrer Analysten bei der Beurteilung gewährleisten und einen klaren, dokumentierten Prozess zur Vermeidung von Interessenskonflikten aufbauen. Zur Stärkung der *Qualität* und *Integrität* haben Ratingagenturen schliesslich eine rigorose Methodologie anzuwenden, angemessene Mittel sicherzustellen sowie eine Mitwirkung von Analysten bei der Entwicklung strukturierter Produkte zu untersagen.

FSB-Ansatz zur Verringerung der Ratingabhängigkeit

Keine Lösung bietet der Verhaltenskodex in Bezug auf die Abhängigkeit der Finanzinstitute von den Ratingagenturen. Hier setzen die FSB-Prinzipien vom Oktober 2010 an. Ihr Ziel ist es, die Vorschriften, Reglemente oder Standards mit ausdrücklicher Berücksichtigung von Ratings zu reduzieren. Konkret ersucht das FSB, die Standardsetter sowie die Behörden beim Erlass von Gesetzen und Regulierungen reglementarische Bezugnahmen auf Bonitätsnoten zu vermeiden. Finanzinstitute wiederum werden angehalten, ihre Entscheide anstatt auf Ratings auf ihre eigene Beurteilung abzustützen. Ebenso sollen es die Zentralbanken vermeiden, sich bei ihren Entscheiden an Bonitätsnoten zu

orientieren. Auf diese Weise sollen die Auswirkungen der Zertifizierungsfunktion von Kreditratingagenturen verringert werden.

Vorsprung einerseits, Rückstand andererseits

2012 hat das FSB, wie von der G20 beauftragt, bei den Mitgliedern eine Evaluation sowohl in Bezug auf die Umsetzung des Iosco-Kodex als auch auf die Einhaltung der FSB-Prinzipien vorgenommen. Die Mitglieder haben einerseits beträchtliche Anstrengungen unternommen, indem sie mehrheitlich den Iosco-Kodex umgesetzt und einen Prozess zur Anerkennung der CRA eingeführt haben. Bezüglich der Umsetzung seiner Prinzipien zur Verringerung der Ratingabhängigkeit musste das FSB allerdings feststellen, dass diese unkoordiniert verläuft und nur langsam vorankommt; dies hauptsächlich wegen der Schwierigkeit, glaubwürdige Alternativen zu den Bonitätsnoten der Ratingagenturen zu finden. Das FSB hat deshalb die Standardsetter – insbesondere den BCBS – ersucht, darauf hinzuwirken, dass die Finanzinstitute die Berechnung der Eigenmittel stärker auf ihr eigenes Risikomanagement abstützen, anstatt direkt an Kreditratings anzubinden. Der BCBS ist daran, bis Ende Jahr entsprechende Richtlinien auszuarbeiten.

Fazit

Die beiden geschilderten Problembereiche im Zusammenhang mit Kreditratingagenturen sind seit langem bekannt. Die internationalen Standards versuchen, dafür Lösungen zu bieten. Eine bessere Regulierung und Aufsicht werden die Qualität und das Vertrauen gegenüber den Kreditratingagenturen aller Voraussicht nach erhöhen. Dies droht allerdings, die Anziehungskraft der Ratings für Finanzinstitute und Investoren – und dadurch die Abhängigkeit von Bonitätsnoten – weiter zu steigern. Die FSB-Prinzipien wollen die mit dieser Abhängigkeit verbundenen, automatischen Effekte verringern, indem die ausdrückliche Berücksichtigung von Ratings in Standards, Gesetzen und Reglementen reduziert oder vermieden wird. Die Urteile von Ratingagenturen stellen aber eine nur schwer zu ersetzende Informationsquelle dar. Solange es keine glaubwürdige Alternative dafür gibt, werden die Zukunftsaussichten für CRA rosig bleiben. ■

Kasten 3

Literaturverzeichnis

- Gärtner und Griesbach (2012): Rating Agencies, Self-Fulfilling Prophecy and Multiple Equilibria? An Empirical Model of the European Sovereign Debt Crisis 2009–2011, Discussion Paper Nr. 2012–15, Universität St.Gallen.
- IMF (2010): Global Financial Stability Report, Kapitel 3, Oktober 2010, Washington DC: International Monetary Fund.
- Kiff, Nowak und Schumacher (2011): Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings, IMF Working Paper 12/23, Washington DC: International Monetary Fund.
- Strobl und Xia (2012): The Issuer-Pays Model and Ratings Inflation: Evidence from Corporate Credit Ratings, Working Paper, Februar 2012, University of Texas at Dallas.

4 Iosco, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agency, Mai 2008.

5 FSB, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, Oktober 2010.

6 G20, Declaration on Strengthening the Financial System – London Summit, April 2009.

7 G20, The Seoul Summit Document, November 2010.