

# MASTERARBEIT

Titel der Masterarbeit

„Einfluss und Auswirkung der Ratingagenturen auf die  
Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union“

Verfasst von

Nermina Maksumic BA

angestrebter akademischer Grad

Master of Science (MSc)

Wien, 2014

Studienkennzahl lt. Studienblatt:  
Studienrichtung lt. Studienblatt:  
Betreuer:

A 066 914  
Masterstudium Internationale Betriebswirtschaft  
Univ.-Prof. Dipl.-Ing. Dr. Robert Kunst

### **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich erkläre ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne fremde Hilfe verfasst, andere als die angegebenen Quellen nicht benutzt und die den Quellen wörtlich oder inhaltlich entnommenen Stellen als solche kenntlich gemacht habe. Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen inländischen oder ausländischen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht. Die vorliegende Fassung entspricht der eingereichten elektronischen Version.

Datum:

Unterschrift:

## Abkürzungsverzeichnis

Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
CRA	Credit Rating Agencies
CESR	Committee of European Securities Regulators
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swaps
ESMA	European Securities and Markets Authority
EUR	Euro
IWF	Internationale Währungsfonds (IWF; englisch International Monetary Fund, IMF)
lt.	Laut
MEUR	Million Euro
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
S.	Seite
SEC	Securities Exchange Commission
vgl.	vergleich
z. B.	zum Beispiel

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ratingarten .....	24
Abbildung 2: Verlauf des Ratingprozesses.....	28
Abbildung 3: Zulassungskriterien für externe Ratingagenturen.....	29
Abbildung 4 : Zusammenhang zwischen Ratings und Zinssätzen.....	44
Abbildung 5: Ratingmarkt.....	48
Abbildung 6: Markteintrittsrelevante Faktoren .....	49

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Wichtige Bereiche des qualitativen Ratingprozesses .....	23
Tabelle 2: Ratingkategorie Investment Grade .....	32
Tabelle 3: Aufteilung der Faktoren nach Moody`s .....	34
Tabelle 4: Rating als Signaling- und Screening- Instrument .....	37
Tabelle 5: Probleme von Ratingagenturen.....	38
Tabelle 6: Ausfallquoten während der ersten fünf Jahre nach Emission in % .....	43

## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	3
Abbildungsverzeichnis.....	4
Tabellenverzeichnis .....	4
1 Einleitung.....	7
1.1 Problemstellung .....	7
1.2 Aufbau der Arbeit .....	8
2 Grundlagen .....	9
2.1 Entstehung von Ratingagenturen .....	9
2.2 Die Auswirkungen der Finanzkrise auf die europäischen Wirtschaftspolitik 2007-2011 und auf die Ratingagenturen.....	10
2.3 Aufsicht und Regulierung von Ratingagenturen .....	12
2.4 Erweiterung der bestehenden EU Verordnung Nr. 1060/2009.....	19
2.5 Ratingkriterien.....	21
2.6 Form und Arten des Ratings .....	24
2.6.1 <i>Emissionsrating und Emittenten-Ratings</i> .....	25
2.6.2 <i>Solicited Rating vs. Unsolicited Rating</i> .....	25
2.6.3 <i>Debt und Equity Rating</i> .....	26
2.6.4 <i>Branchenrating und Länderrating</i> .....	26
3 Ratingprozess.....	28
3.1 Verlauf des Ratingprozesses .....	28
3.2 Anforderungen an externe Ratingagenturen.....	29
3.3 Grundlagen der drei großen externen Ratingagenturen.....	31
4 Aktuelle Entwicklungen und Ausblick.....	35
4.1. Funktionen und Probleme bei Ratingagenturen.....	36
4.2 Probleme von Ratingagenturen.....	37
4.3 Interessenskonflikte – Ratingshopping.....	39
4.4 Ratingagenturen und staatliche Verschuldungsdynamiken .....	41
5 Maßnahmen zur Verbesserung von Ratingagenturen.....	47
5.1 Steigerung des Wettbewerbs auf dem Ratingmarkt.....	47
5.1.1 <i>Markteintritte neuer Ratingagenturen</i> .....	48
5.1.2 <i>Wettbewerb und die Wirkung auf die Ratingqualität</i> .....	50
5.2 Staatliche/Europäische Ratingagentur und Europäischer Ratingfond .....	51
5.2.1 <i>Staatliche/Europäische Ratingagentur</i> .....	51
5.2.2 <i>Europäischer Ratingfond</i> .....	54

5.3 Haftung für Ratingurteile .....	56
6 Zusammenfassung.....	59
Quellenverzeichnis .....	61
Abstract.....	64
Lebenslauf.....	65

# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung

Die folgende Arbeit soll einen Einblick in die Thematik der Ratingagenturen und ihren Einfluss auf die Wirtschaftspolitik geben, mit Fokus auf die Europäische Union. Es stellen sich Fragen wie z.B. welche Rollen die Ratingagenturen gesamtwirtschaftlich haben. Sind ihre Prüfungsurteile immer unabhängig und korrekt, damit sich die Ratingbenutzer auch auf die vergebenen Ratings verlassen können. Die Ratingagenturen müssen ihre Unabhängigkeit bei der Vergabe von Ratings bewahren, in dem sie ein neutrales Rating abgeben, das unabhängig ist von den subjektiven Interessen der Verwaltungs- bzw. Aufsichtsorgane der jeweiligen Ratingagentur. Die Angehörigen der Verwaltungs- bzw. Aufsichtsorgane dürfen keinen Einfluss auf die Raterstellung haben, was ein objektives Ratingurteil garantieren sollte.

Des Weiteren werden in dieser Arbeit die, in der Öffentlichkeit oft diskutierten, Maßnahmen zur Regulierung von Ratingagenturen, sowie der vorhandene Wettbewerb am Ratingmarkt näher betrachtet. Dabei wird der Fokus vor allem auf die drei großen Ratingagenturen, Moody's, Standard & Poor's und Fitch, gesetzt.

Der Marktanteil von Moody's und Standard & Poor's liegt bei ca. 40%, während die Ratingagentur Fitch über 16% Marktanteil verfügt.<sup>1</sup> Den restlichen Teilnehmern bleibt so ein Marktanteil von weniger als 50%, was die Wettbewerbsfähigkeit im großen Ausmaß beeinflusst. Den drei großen Ratingagenturen ist es möglich, den Markt und somit auch die restlichen Marktteilnehmer zu beeinflussen oder sogar zu dominieren. Daraus folgt, dass nur ein geringer Wettbewerb am Markt vorhanden ist.

Zusätzlich werden in dieser Arbeit mögliche Maßnahmen zur Verbesserung des Wettbewerbs am Ratingmarkt näher erläutert. Es werden auch mögliche Maßnahmen, wie z.B. die Schaffung einer staatlichen/europäischen Ratingagentur konkretisiert. Dabei werden Vorteile sowie Nachteile einer staatlichen/europäischen Ratingagentur betrachtet, wie z.B. das Problem der Anerkennung der Bonitätsbeurteilung auf internationaler Ebene. Es wäre möglich, dass die Bonitätsbeurteilung kaum oder überhaupt nicht auf den internationalen

---

<sup>1</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 12

Kapitalmärkten akzeptiert werden würde. Zudem könnte die Politik großen Einfluss auf diese Ratingagentur ausüben, was ihre Unabhängigkeit in Frage stellen könnte.

Der Einfluss von Ratingagenturen auf die Wirtschaft hat mit der Zeit stark zugenommen und ihre Rolle wurde für alle Marktteilnehmer im Zeitverlauf immer wichtiger.

## **1.2 Aufbau der Arbeit**

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit dem Thema „Einfluss und Auswirkung der Ratingagenturen auf die Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union“. Ziel dieser Arbeit ist, die Funktion und den Aufbau von Ratingagenturen sowie den Prozess der Raterstellung näher zu erläutern und ihre Rolle in der Wirtschaftspolitik kritisch zu hinterfragen. Dabei wird der Fokus auf die Wirtschaftspolitik in der europäischen Union gesetzt.

Diese Arbeit ist in vier Kapitel gegliedert. Das erste Kapitel erklärt den Begriff und die Funktion der verschiedenen Ratingagenturen. Der Fokus wird auf der Entstehung der Organisationen und ihre Regulierung gelegt. Weiters wird auf die Auswirkungen der Finanzkrise von 2008 näher eingegangen. Im zweiten Kapitel werden der Ratingprozess, sowie die Grundlagen und Anforderungen an externe Ratings dargestellt. Dabei wird die Rolle der drei großen Ratingagenturen (Standard & Poor's, Moody's und Fitch) näher betrachtet. Das dritte Kapitel stellt die aktuelle Entwicklung von Ratingagenturen dar. Dabei wird auf die Probleme der Ratingagenturen und die Auswirkungen von Ratings näher eingegangen. Im letzten Kapitel werden mögliche Lösungen und Ausblicke für die bestehenden Probleme bei Ratingagenturen diskutiert. Dieses Kapitel liefert nähere Informationen über die Möglichkeiten die der Politik zur Verfügung stehen um Ratingagenturen besser kontrollieren zu können.

## 2 Grundlagen

### 2.1 Entstehung von Ratingagenturen

Ratingagenturen entstanden Mitte des 19. Jahrhunderts in den Vereinigten Staaten von Amerika. Der Begriff Rating wurde damals schon für die Einschätzung der Kreditwürdigkeit von Schuldnern benutzt. Mit der Industrialisierung hat sich die Notwendigkeit einer Beurteilung, vor allem durch den gestiegenen Bedarf an Finanzierungen, stark erhöht. Die erste Ratingagentur wurde im Jahre 1900 unter den Namen „Moody`s“ in New York, USA gegründet. Benannt wurde sie nach ihrem Gründer John Moody. Zu Beginn bewertete „Moody`s“ als erstes Unternehmen die Anleihen von Eisenbahnen in Amerika. Die Einschätzung der Zahlungsfähigkeit von Eisenbahnen war somit das erste Rating, das 1909 von dieser Ratingagentur erstellt wurde. In den Jahren 1906 bis 1919 wurden, die heute sehr bekannten und marktbeherrschenden, Agenturen Standard Statistics Bureau, Fitch publishing Company und Poor's Publishing Company gegründet. 1941 verschmolzen die Ratingagenturen Standard Statistics Bureau und Poor`s Publishing Company, was zur Entstehung von Standard & Poor`s führte.<sup>2</sup>

Heute ist der Ratingmarkt ein Oligopol, das von den drei größten Ratingagenturen beherrscht wird. Standard & Poor`s und Moody`s haben ihren Hauptsitz in New York. Die Agentur Fitch ist amerikanisch-britischer Abstammung und ist einem französischen Mutterkonzern untergeordnet. Diese drei Ratingagenturen haben ihre Marktposition durch die Übernahme kleinerer Ratingagenturen gestärkt, und Dank der bestehenden Markteintrittsbarrieren bewahrt. In den 1980er Jahren haben viele Agenturen versucht auf dem Ratingmarkt Fuß zu fassen und sich zu etablieren, haben es am Ende jedoch nicht geschafft. Die bereits etablierten Ratingagenturen haben große Vorteile durch ihre jahrelange Erfahrung, Kenntnisse und Bekanntheit.<sup>3</sup>

Die Bedeutung von Ratingagenturen stieg ab dem Jahr 1975, als die amerikanische Wertpapieraufsicht SEC (Securities Exchange Commission) den Status NRSRO verordnet hat. Die Grund für die Einführung von NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) war das Zurückgewinnen von Vertrauen in die Kapitalmärkte. Durch den NRSRO Status wurde eine Ratingagentur anerkannt, dieser Status war eine Voraussetzung für

---

<sup>2</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 154

<sup>3</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 465

die Zulassung von Emittenten am amerikanischen Markt.<sup>4</sup>

Das Oligopol der drei großen Ratingagenturen wird durch das gesetzliche Vorschreiben eines Ratings verstärkt, wie z.B. in den USA, wo nur Anleihen die ein Rating von mindestens zwei verschiedenen Ratingagenturen vorweisen können am Markt gehandelt werden dürfen. Die erstellten Ratings müssen von einer Agentur sein die von der Securities Exchange Commission (SEC) akzeptiert wird. Daraus folgt, dass die drei großen Ratingagenturen immer Aufträge zur Bonitätsbeurteilung bekommen, was die Wettbewerbsfähigkeit am Ratingmarkt sehr beeinflusst. Die gesetzlichen Vorschriften des Basel II und III üben ähnlichen Einfluss auf den Ratingmarkt aus, in dem sie für ihre Risikoeinschätzung Ratingurteile, bevorzugt von den drei großen Ratingagenturen, heranziehen.<sup>5</sup>

## **2.2 Die Auswirkungen der Finanzkrise auf die europäischen Wirtschaftspolitik 2007-2011 und auf die Ratingagenturen**

Durch die europäische Staatsschuldenkrise wurde den Ratingagenturen immer mehr Aufmerksamkeit geschenkt, es wurde über ihre Rolle in der Staats- und Finanzkrise diskutiert. Der Staatsbankrott von einigen europäischen Ländern stellte eine Gefahr für die globale Wirtschaft dar. Viele Länderratings wurden herabgestuft, wie z. B. die von Griechenland, Irland und Portugal. Diese Herabstufung der erwähnten Länder wurde durchgeführt weil sich ihre Staatsdefizite und Schulden erhöht haben und ihr Wirtschaftswachstum zurückgegangen ist. Die Wirtschaftskrise wurde durch die Wechselkursschwankungen, vor allem vom US-Dollar gegenüber dem Euro, verschärft.<sup>6</sup>

Im Jahr 2008 mussten viele europäische Staaten die Rettung ihrer Finanzinstitute gewährleisten und somit viel Kapital bereitstellen. Das führte allerdings dazu, dass sich ihre Staatsverschuldung erhöhte, was auch die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit diese Staaten erhöhte.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 155

<sup>5</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 465

<sup>6</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 144

<sup>7</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 146

Mody (2009) fand heraus, dass die Regierungen den Finanzsektor im Verlauf der Krise immer stärker gestützt haben. Investoren werteten das als Risikotransfer vom Bankensektor auf Regierungen. Während die Staatsschulden sich erhöhten, wurde das Risiko für Banken überschaubarer, fanden Ejsing und Lemke (2011) heraus. Ein Beispiel dafür lieferten Sgherri und Zoli (2009). Irlands Staatsschulden erhöhten sich dramatisch, nachdem die Regierung eine Garantie für das Bankensystem verlängerte. Zeitgleich erhöhten sich die Prämien für die Versicherung gegen Länderrisiken durch Credit Default Swaps (CDS) für die meisten europäischen Länder. Der IWF (2011) warnte, dass es bei einer zu engen Verbindung zwischen Finanzinstituten und Staaten in der Finanzkrise zu Überschwappungseffekten in beiden Richtungen kommen könnte. Eine Erhöhung des Ausfallrisikos eines Staates hat aber auch Auswirkungen auf die Stabilität und Rentabilität der Banken in diesem, und durch die weltweite Verknüpfung des Finanzsystems, sogar auch in anderen Staaten.<sup>8</sup>

Neben den Kreditinstituten werden aber auch die Ratingagenturen für die Wirtschaftskrise mitverantwortlich gemacht. Sie hätten zur negativen Entwicklung auf den Finanzmärkten beigetragen, indem sie 2008 nicht korrekte Bewertungen von sehr komplexen Verbriefungsinstrumenten herausgegeben haben, sowie seit 2010 Herabstufungen von Staatsanleihen durchgeführt haben. Diese Herabstufungen haben erhebliche Folgen für die herabgestuften Staaten, weil sich die Zinsen für ihre Staatsschulden dadurch erhöhten.<sup>9</sup>

Blundell-Wignall und Slovik (2010) waren der Meinung, dass die britischen Banken zu große Forderungen an Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien hatten. Ein Zahlungsausfall Griechenlands oder eines anderen Gläubigers z.B. könnte zum Zusammenbruch vieler europäischer Banken führen. Im Falle von Griechenland gab es bemerkenswerte Ereignisse, die die Auswirkungen von Ratings auf die Staatsschulden zeigten. Am 27. April 2010 hat S & P Griechenland um drei Stufen auf BB + von BBB +, mit negativem Ausblick, herabgestuft. Die Märkte in Europa, Großbritannien und den USA reagierten, da dadurch auch signalisiert wurde, dass die griechische Krise auf andere verschuldete Staaten in der Euro-Zone überschwappen könnte. S & P stuft Griechenland dann auf BB - und am 9. Mai 2011 B. Am Ende stieg der Zinssatz auf 10-jährige griechische Anleihen um 21 Basispunkte auf 15,7%.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 146

<sup>9</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 464

<sup>10</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 146

Ratingagenturen haben auch einen Beitrag zur amerikanischen Immobilienkrise geleistet, indem sie strukturierte Finanzprodukte zu milde bewertet haben. Im Gegensatz dazu war der Fokus der Kritik an den Ratingagenturen während der europäischen Wirtschaftskrise auf den Zeitpunkt der Herabstufung gerichtet. Die Rolle der Ratingagenturen ist in den letzten 20 Jahren deutlich wichtiger geworden. Heute haben die Ratings einen großen Einfluss auf Investitionen, bzw. auf die Entscheidung der potentiellen Investoren für eine Investition. Weiters haben Ratings einen Einfluss auf Finanzverträge und regulatorische Rahmenbedingungen. Daraus folgt, dass Mitteilungen von Ratingagenturen potentielle Folgen für die Wirtschaft und deren Entwicklung haben können. Die Politik hat mit den jüngsten regulatorischen Veränderungen versucht, den Einfluss der Ratingagenturen zu reduzieren, und somit den Effekt, den sie mit ihren Mitteilungen auf die Wirtschaft ausüben, zu verringern.<sup>11</sup>

### **2.3 Aufsicht und Regulierung von Ratingagenturen**

Während der globalen Finanzkrise sind Ratingagenturen kritischer bewertet worden. Viele Politiker argumentierten, dass die Rolle der Ratingagenturen die Krise sogar verschärft hatte. Sie sind auch auf Grund von möglichen Interessenkonflikten, mangelnder Transparenz und ungenügender Kommunikation kritisiert worden.<sup>12</sup>

Die Regulierung der Ratingagenturen in Europa hat erst seit einigen Jahren an Bedeutung gewonnen. Nach dem Insolvenzverfahren von ENRON und WORLDCOM im Jahr 2004 folgte die Veröffentlichung des IOSCO-Kodex (International Organization of Securities Commissions). Der IOSCO-Kodex sollte als freiwilliger Verhaltenskodex von allen Ratingagenturen eingehalten, und in ihre Verhaltensvorschriften implementiert werden. Da es sich um freiwillige Verhaltensvorschriften handelt, gab es keine rechtlichen Konsequenzen bei Verweigerung der Anwendung oder bei Änderung einzelner Teile der Vorschriften. Durch die Anwendung dieser Verhaltensvorschriften sollte die Transparenz und Ratingqualität erhöht werden.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 144

<sup>12</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 147

<sup>13</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 24

Die Ratingagenturen sowie das externe erstellte Rating unterlagen keiner Aufsicht und Regulierung in Europa. Für die EU-Kommission war es zum damaligen Zeitpunkt, im Jahre 2006, noch nicht wichtig, eine Regulierung der Ratingagenturen durchzuführen, jedoch war sie gezwungen, nach Ausbruch der Krise 2008 zu reagieren. Die EU-Kommission hat eingesehen, dass die Selbstregulierung durch freiwillige Anwendung des IOSCO-Kodex nicht das gewünschte Ergebnis gebracht hat, das Vertrauen in die Märkte wiederherzustellen. Die freiwillige Anwendung des Kodex wurde durch verbindliche Vorschriften ersetzt.<sup>14</sup>

Durch den politischen Druck, der auf die EU ausgeübt wurde, konnte die Aufsicht und Regulierung der Ratingagenturen nicht mehr verzögert werden. Sie mussten jedoch auf eventuelle negative Folgen der Regulierung achten, wie z.B. eine eingeschränkte Unabhängigkeit der Ratingagenturen.<sup>15</sup>

Als Reaktion auf die wahrgenommene Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise haben mehrere Länder politische Maßnahmen gesetzt und neue Rechtsvorschriften erlassen, z.B. die Vereinigten Staaten und einige Länder in Europa. Die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) überarbeitete den Verhaltenskodex für Rating-Agenturen im Jahr 2008 in Fragen der Unabhängigkeit bei der Raterstellung. Vom Europäischen Parlament wurde auch eine Verordnung über Ratingagenturen erlassen, die im Dezember 2009 in Kraft getreten ist. Die Ratingagenturen wurden verpflichtet, sich bei dem Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) zu registrieren. Ratingagenturen unterliegen nun den rechtlich verbindlichen Regeln des IOSCO Kodex. Viele andere G-20-Länder haben in der Zwischenzeit auch Regeln eingeführt. Ferner hat der Basler Ausschuss die Rolle externer Ratings bei den Eigenkapitalvorschriften überprüft, vor allem, um die Kriterien des IOSCO-Kodex und die des Ausschusses zu harmonisieren.<sup>16</sup>

In der Verordnung des Europäischen Parlaments Nr. 1060/2009 und des Rates wird den Ratingagenturen vorgeworfen, dass sie die schlechte Markt- und Wirtschaftslage nicht rechtzeitig erkannt und in ihrer Ratingbewertung berücksichtigt haben. Dieses Versäumnis kann lt. der EU Verordnung: "... am besten durch Maßnahmen in den Bereichen

---

<sup>14</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 134

<sup>15</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 135

<sup>16</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 147

Interessenkonflikte, Ratingqualität, Transparenz und interne Führungsstruktur der Ratingagenturen und Beaufsichtigung der Tätigkeit von Ratingagenturen korrigiert werden.“<sup>17</sup>

Die Ziele dieser Verordnung sind:<sup>18</sup>

- Interessenkonflikte zu lösen oder zu umgehen (Art. 6 – 7, Anhang I.A – C),
- Bewahrung der Qualitätsstandards bei Erstellung von Ratings (Art. 7 Abs. 1 und Art. 8),
- Erhöhung der Transparenz des Ratingprozesses (Art. 8 Abs. 1 und 5a, Art. 10 – 12, Anhang I.D und E),
- Erstellung eines angemessenen Registrierungs- und Aufnahmeverfahren, damit es nicht zu negativen Auswirkungen wie z. B. dem Ratingsopping kommt. (Art. 14 – 35)

Nach Buschmeier (2011) bezieht sich die EU Verordnung Nr. 1060/2009 auf Ratingagenturen, die ihren Sitz oder eine Niederlassung in der Europäischen Union haben, wie z.B. S&P, Moody's und Fitch.

Laut Artikel 3 der EU Verordnung wird Rating als ein: „Bonitätsurteil in Bezug auf ein Unternehmen, einen Schuldtitel oder eine finanzielle Verbindlichkeit, eine Schuldverschreibung, eine Vorzugsaktie oder ein anderes Finanzinstrument oder den Emittenten derartiger Schuldtitel, finanzieller Verbindlichkeiten, Schuldverschreibungen, Vorzugsaktien oder anderer Finanzinstrumente, das anhand eines festgelegten und definierten Einstufungsverfahrens für Ratingkategorien abgegeben wird“<sup>19</sup> definiert. Eine Ratingagentur wird als eine „Rechtspersönlichkeit, deren Tätigkeit die gewerbsmäßige Abgabe von Ratings umfasst“ definiert.<sup>20</sup>

Diese EU-Verordnung sieht vor, dass alle Ratingagenturen, die in der EU aktiv sind, ab Juni 2010 sich bei der Finanzaufsicht in dem jeweiligen EU Land melden müssen, in dem sie aktiv sind, um dabei ihre Geschäfte offenzulegen. Damit die Registrierung erfolgreich verläuft, müssen internationale Standards erfüllt werden. Weiteres ist es nicht angemessen, dass Finanzanalysten zur gleichen Zeit Unternehmen (Klienten) beraten und sie beurteilen. Ratingagenturen sollten ihre Ratingurteile und ihre angewendeten Methoden kontinuierlich kontrollieren. Sehr komplexe Finanzinstrumente müssen in neuen Ratingkategorien eindeutig

---

<sup>17</sup> EU Verordnung Nr. 1060/2009, S. L 302/2

<sup>18</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 135

<sup>19</sup> EU Verordnung Nr. 1060/2009, S. L 302/9

<sup>20</sup> EU Verordnung Nr. 1060/2009, S. L 302/9

und verständlich dargestellt werden.<sup>21</sup>

Bastürk (2009) definiert das Rating wie folgt: „Ein Rating ist die Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Schuldners. Makroökonomische Aspekte wie die Liquidität oder das Preisniveau eines Marktes bleiben dabei unberücksichtigt.“<sup>22</sup> Die Teilnehmer am Markt dürfen nur Ratings von Ratingagenturen, die ihren Sitz in der Europäischen Union haben, benutzen.<sup>23</sup>

Die Ratingagenturen müssen ihre Unabhängigkeit bei der Vergabe von Ratings bewahren. Sie müssen ein neutrales Rating abgeben, das nicht abhängig ist von den subjektiven Interessen des Verwaltungs- bzw. Aufsichtsorgans der Ratingagentur. Die Angehörigen des Verwaltungs- bzw. Aufsichtsorgans dürfen keinen Einfluss, der auf ihren Interessen beruht, auf das Rating ausüben.

Die Unabhängigkeit des Verwaltungs- bzw. Aufsichtsorgans ist wichtig für das objektive Ratingurteil, das nicht auf Interessen der Ratingagentur und ihrer Angestellten beruht.

Damit die Ratingagentur ihre Unabhängigkeit bewahrt, müssen ein Drittel, aber mindestens 2 Angehörige, des Verwaltungs- bzw. Aufsichtsorgans unabhängig sein. Sie dürfen nicht in Tätigkeiten der Ratingagenturen, wie z.B. Erstellung von Ratings, mit einbezogen werden. Wenn eine Ratingagentur komplexe und komplizierte Finanzinstrumente bewertet, muss wenigstens ein Angehöriger des Verwaltungs- und Aufsichtsrats, der auf einem höheren Niveau tätig ist, langjährige Erfahrung und Wissen über diese spezielle Produkte mitbringen.<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 467

<sup>22</sup> Bastürk (2009), S. 100

<sup>23</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 136

<sup>24</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 136

Nach Buschmeier (2011) bekommen regelmäßig die Verwaltungs- und Aufsichtsorgane Stellungnahmen und Mitteilungen von den Mitgliedern. Diese Mitteilungen beziehen sich auf.<sup>25</sup>

- Änderungen und Weiterentwicklungen der bestehenden Ratingpolitik,
- Bewahrung und Sicherstellung des internen Qualitätskontrollsystems von Ratingagenturen und deren Ratings,
- Bewahrung und Sicherstellung der Vorgehensweise und Methoden bei Interessenkonflikten,
- Überprüfung der Compliance und Unternehmensführung.

Darüber hinaus sollte eine unabhängige Kostenstelle in allen Ratingagenturen vorhanden sein, die über die Umsetzung und Anwendung der EU Verordnung berichtet. (Anhang I.A.5). Daraus folgt, dass der Kommission Probleme bei der Selbstregulierung, vor allem ob die Ratingagenturen die EU-Verordnung einhalten und angemessen anwenden, berichtet werden.<sup>26</sup>

Operationelle Bestimmungen zur Bewahrung der Unabhängigkeit der Ratingagentur teilen sich in drei Kategorien auf:

- Veröffentlichungspflichten – beziehen sich auf bereits vorhandene oder zukünftige Konflikte, welche die Unabhängigkeit der Ratings gefährden können. Wenn sich ein Interessenkonflikt zwischen der Ratingagentur, deren Mitarbeitern und dem beurteilten Unternehmen ergibt, darf kein Rating vergeben werden.<sup>27</sup>
- Untersagung der gleichzeitigen Beurteilung des Kreditnehmers, in Form von der Vergabe von Ratings, und Beratung des bewerteten Kreditnehmer – Ratingagenturen dürfen den von ihm bewerteten Kreditnehmer nicht auch gleichzeitig beraten. Es bestehen aber Ausnahmen die gestattet sind, wie das Anbieten von Sekundären Dienstleistungen wie z. B. Marktprognosen, Bewertung der wirtschaftlichen Veränderungen oder die Erstellung einer Preisauswertung.<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 136

<sup>26</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 137

<sup>27</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 137

<sup>28</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 137

- Erstellung von Berichten und anderen Kommunikationsmöglichkeiten und die bestehende Berichterstattungspflicht – Mitarbeiter von Ratingagenturen, die die Analyse und Auswertungen durchführen, müssen in Bezug auf die Geschäftstätigkeit der Ratingagentur unabhängig sein.<sup>29</sup>

Ratingagenturen bewerten nicht nur bzw. verleihen nicht nur Ratingurteile, sondern erbringen auch Beratungsleistungen. Es besteht daher die Annahme, dass das Rating seine Unabhängigkeit verliert, weil die Ratingagentur Einnahmen für seine Dienstleistung erhält. Kritiker sehen darin die Gefahr, dass die Ratingagentur ein besseres Rating erteilt, weil sie auch Dienstleistungen für den Beurteilten erbringen. Deswegen ist eine eindeutige Trennung zwischen dem Ratingurteil und der Beratung erforderlich.<sup>30</sup> Laut der EU Verordnung darf die „Vergütung und Leistungsbewertung von Ratinganalysten und Personen, die Ratings genehmigen, nicht von den Einkünften abhängen, die die Ratingagentur von den bewerteten Unternehmen oder den mit diesen verbundenen Dritten erhält.“<sup>31</sup>

Damit die Ratingagentur ihre Unabhängigkeit bewahrt und ein objektives Ratingurteil abgeben kann, bestehen bestimmte Regelungen die die Objektivität des Ratings garantieren sollen. Diese Regelungen sind gemäß Buschmeier (2011) die: „Einführung eines Rotationssystems zur zeitlichen Begrenzung der Betreuungsdauer von Mandanten durch den einzelnen Analysten sowie die Sicherstellung der Unabhängigkeit der Vergütung der Analysten von dem mit dem betreffenden Unternehmen erzielten Umsatz. Weitere Regelungen betreffen die Bekämpfung der Korruption, detaillierte Verbote des Eigentumserwerbs, der Veräußerung oder Geschäftsbeteiligung an Finanzinstrumenten von bewerteten Unternehmen sowie Verbote der Analysetätigkeit bei bereits bestehenden Verflechtungen.“<sup>32</sup>

Die Maßnahmen der Ratingagentur zur Bewertung der Bonität müssen konsequent, strukturiert und standhaft sein, des Weiteren müssen sie überprüft werden. Diese Überprüfung muss auf den Werten und Erkenntnissen aus der Vergangenheit aufgebaut sein. Durch die

---

<sup>29</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 138

<sup>30</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 138

<sup>31</sup> EU Verordnung Nr. 1060/2009, S. L 302/12

<sup>32</sup> Buschmeier (2011), S. 138

vielen Regelungen und Richtlinien zur Erläuterung der Methoden, Modelle und wesentlichen Prinzipien soll die Transparenz des Ratingurteils gewährleistet werden.<sup>33</sup>

Artikel 11 der EU Verordnung regelt die Veröffentlichung allgemeiner Informationen. Dabei bestehen zwei Kategorien von Informationen. Die ersteren sind die öffentlich zugängigen Informationen. Zu der zweiten Kategorie der Informationen haben nur die zuständige Behörde und der CESR Zugang. Ratingagenturen müssen einmal im Jahr einen Transparenzbericht auf ihrer Homepage veröffentlichen. Der Zugang zu diesem Bericht muss von den Ratingagenturen kostenlos ermöglicht werden, es dürfen keine Kosten bei der Abrufung des Berichtes entstehen. (Art. 12 und 13). Darüber hinaus müssen Ratingagenturen ihre zwanzig größten Klienten, mit denen die Ratingagentur die größten Umsätze gemacht hat, veröffentlichen. Ratingagenturen müssen bei Anwendung der EU Verordnung ein Verfahren zur Registrierung durchlaufen. Mit dieser Registrierung wird belegt, dass die ermittelten Ratings für regulatorische Zwecke dienen können. (Art. 14 und 15). Ob sich eine Ratingagentur registrieren kann bestimmt die zuständige Behörde, zusammen mit der Stellungnahme des CESR. (Art. 16 und 17). Durch die Registrierung verpflichtet sich die Ratingagentur, auch weiterhin, die Voraussetzungen für die Registrierung zu besitzen.<sup>34</sup>

Entscheidend für diese Registrierungspflicht ist das eine Ratingagentur ihren Sitz in der Europäischen Union hat. Somit werden nach diesen Bestimmungen Ratingagenturen bevorzugt, die schon eine Niederlassung in der Europäischen Union besitzen.<sup>35</sup>

Nach Theurl und Schaezle (2011) müssen zusätzlich zu diesen Pflichten in der EU, Ratingagenturen in den USA seit 1975 die Voraussetzungen der Securities and exchange Commission (SEC) erfüllen, damit die von den Agenturen herausgegebenen Ratings für regulatorische Zwecke benutzt werden können.

Der Großteil von Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten erhalten Ratings von zwei großen Ratingagenturen, Moody's und Standard & Poors (S&P). Obwohl Regulierungsbehörden in vielen Ländern festgelegte Kriterien für die Rating-Agenturen setzen, haben nur drei Länder (Frankreich, Italien und Japan) eine laufende Überwachung der

---

<sup>33</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 139

<sup>34</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 140

<sup>35</sup> vgl. Theurl; Schaezle (2011), S. 26

anerkannten Ratingagenturen eingerichtet. In den Vereinigten Staaten gibt es keine laufende Überwachung der Performance der Rating-Agenturen, nachdem eine Rating-Agentur als NRSRO von der SEC anerkannt wird.<sup>36</sup>

Durch die ratingabhängige Finanzmarktregulierung ist die Gefahr gegeben, dass bei einer Verschlechterung des Ratings, Verkäufe des Wertpapiers am Markt ausgelöst werden (Cliff-Effekte) und diese zu einem wirtschaftlichen Abschwung und sogar zum Auslöser einer Krise werden können. Ein Grund dafür ist, dass ein Rating durch gesetzliche Vorschriften eine Anlagebedingung darstellt. Dadurch ist die Gefahr gegeben, dass einem Rating durch die gesetzliche Vorschrift zu viel Bedeutung beigemessen wird, was den Verzicht auf eine eigene Investitionsanalyse sehr wahrscheinlich macht und Verkäufe bei einer Ratingänderung hervorruft.<sup>37</sup>

Ein Rating sollte ein Hilfsmittel bei Investitionsentscheidungen darstellen und die Regulierungsmaßnahmen für Ratingagenturen sollten mehr Eigenverantwortung von den Investoren fordern.<sup>38</sup> Investitionsentscheidungen sollten nicht nur auf Grund von Ratings getroffen werden, sie sollten eigentlich nur ein Orientierungsmittel darstellen. Investoren können die ganze Verantwortung nicht auf die Ratingagenturen überwälzen, sie müssen auch Eigenverantwortung für ihre Investitionsentscheidungen übernehmen. Selbstverständlich müssen die Ratingagenturen die Verantwortung für die von ihnen erstellten Ratings übernehmen und dürfen dabei keine falschen Informationen weitergeben.

#### **2.4 Erweiterung der bestehenden EU Verordnung Nr. 1060/2009**

Eine Erweiterung der bereits vorhandenen EU Verordnung Nr. 1060/2009 wurde im Jahre 2013 vom europäischen Parlament beschlossen, und unter der EU VO Nr.462/2013 am 21. Mai 2013 herausgegeben. Die EU Verordnung Nr. 462/2013 bringt Neuerungen und Veränderung in Bezug auf die Regulierung der Ratingagenturen mit. Diese EU Verordnung wird seit dem 20.06.2013 angewendet.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> vgl. Livingston; Wei; Zhou (2010), 1270

<sup>37</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 27

<sup>38</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 27

<sup>39</sup> vgl. EU Verordnung Nr. 462/2013, S. 146/1

Gemäß Artikel 5a der EU Verordnung Nr. 462/2013 ist es Kreditinstituten, die selbst eine Risikoeinschätzung bzw. Bewertung durchführen, nicht erlaubt, die Zahlungsfähigkeit eines Kreditnehmers oder eines Finanzinstrumentes nur auf Grund dieses Ratings zu beurteilen. Aufsichtsbehörden müssen die Bewertungsverfahren von Kreditinstituten kontrollieren.<sup>40</sup> Die europäische Kommission führt eine Überprüfung des Unionsrechts bezüglich des Rückgriffs auf Ratings durch. Diese Überprüfung bezieht sich darauf, ob die Behörden, die in Artikel 4 Abs. 1 näher erläutert wurden, sich nur auf die Bewertung von Ratings verlassen, und somit ihre Entscheidungen nur auf Ratingbewertungen beruhen. Das wichtigste Ziel ist es die Benutzung von Ratings für Aufsichts- und Regulierungszwecke zu unterlassen. Diese Umsetzung wird aber erst möglich sein, wenn eine angemessene Ersatzmöglichkeit für die Einschätzung und Beurteilung des Kreditrisikos besteht.<sup>41</sup>

Ratingausblicke gewinnen mit der Verordnung an Bedeutung und werden den vergebenen Ratings fast gleichgestellt. Ratingausblicke bezeichnen „Meinungsäußerungen bezüglich der wahrscheinlichen Richtung, in der sich ein Rating auf kurze Sicht entwickeln wird.“<sup>42</sup>

Gemäß Artikel 6 b Abs. 1 der EU Verordnung 462/2013 wird das Rotationsprinzip wie folgt geregelt: „Schließt eine Ratingagentur einen Vertrag über die Abgabe von Ratings für Wiederverbriefungen, so darf sie nicht länger als vier Jahre Ratings für neue Wiederverbriefungen abgeben, denen Aktiva desselben Originators zugrunde liegen.“<sup>43</sup> Von der Rotationspflicht sind Ratingagenturen, die bis zu 50 Angestellte haben, oder einen Gruppenumsatz bis 10 MEUR, nicht betroffen. Ziel ist es, mögliche Interessenskonflikte zu vermeiden und das Vertrauen in den Ratingmarkt zu erhöhen. Des Weiteren soll die Rotationspflicht die Eintrittsbarrieren zu dem Ratingmarkt verringern, wodurch sich auch kleinere und neue Agenturen leichter am Ratingmarkt platzieren können.<sup>44</sup>

Nach der EU Verordnung Nr. 462/2013 war der Fokus der EU Verordnung 1060/2009 bis jetzt auf potenzielle Interessenskonflikte gerichtet. Eine Erweiterung der Regelung bezüglich der Interessenkonflikte entstand mit der neuen EU Verordnung, die vorsieht, dass der Umstand wenn „Anteilseigner oder ein Mitglied einer Ratingagentur, der mindestens 10 %

---

<sup>40</sup> vgl. Blaurock (2013), S. 2

<sup>41</sup> vgl. EU Verordnung Nr. 462/2013, S. 146/14

<sup>42</sup> EU Verordnung Nr. 462/2013, S. 146/14

<sup>43</sup> EU Verordnung Nr. 462/2013, S. 146/15

<sup>44</sup> vgl. Blaurock (2013), S. 4

des Kapitals oder der Stimmrechte dieser Ratingagentur hält oder auf andere Weise in der Lage ist, erheblichen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der Ratingagentur auszuüben,<sup>45</sup> sofort bekannt gegeben werden muss.

Strukturierte Finanzprodukte sind sehr komplex und kompliziert darzustellen, was ihre Bewertung schwierig macht. In den vergangenen Jahren war die nicht befriedigende Bewertungsqualität dieser komplexen Produkte erkennbar, weswegen auch ein Vertrauensverlust in ihre Bewertung ersichtlich war.<sup>46</sup> Nach Artikel 8b Abs. 1 der EU Verordnung 462/2013 müssen Kreditnehmer, die ihren Hauptsitz in der europäischen Union haben, auf der Internetseite der ESMA ihre komplexe Finanzinstrumente konkretisieren und auf die Qualität, Entwicklung, vorhandenen Sicherheiten und die Cashflows näher eingehen. Von dieser Verpflichtung ausgenommen sind Informationen, die sich gegen das geltende Nationale- oder EU- Recht bezüglich der Verschwiegenheit von Informationsquellen beziehen.<sup>47</sup>

## 2.5 Ratingkriterien

Es bestehen zwei Kategorien von Ratingkriterien, und zwar quantitative und qualitative Kriterien. Quantitative Ratingkriterien werden als strenge Kriterien bezeichnet und durch z. B. Kennzahlen oder makroökonomische Faktoren beschrieben. Quantitative Ratingkriterien sind objektiver und unabhängiger, weil die Mitglieder des Ratingverfahrens keinen Einfluss auf sie ausüben können. Quantitative Ratingkriterien werden direkt in die Ratingfunktion eingefügt, sie müssen nicht vorher überarbeitet werden, und sind so ein Teil des Gesamtratings.<sup>48</sup>

Nach Buschmeier (2011) werden die quantitativen Kriterien auch als klassische betriebswirtschaftliche Faktoren bezeichnet, weil sie mit Hilfe von Jahresabschlüssen der vergangenen Jahre berechnet werden können. Ein wesentlicher Faktor dabei ist die Eigenkapitalquote, mit der es möglich ist mehr über die Profitabilität und die bestehende

---

<sup>45</sup> EU Verordnung Nr. 462/2013, S. 146/24

<sup>46</sup> vgl. Blaurock (2013), S. 5

<sup>47</sup> vgl. EU Verordnung Nr. 462/2013, S. 146/17

<sup>48</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 150

Situation im Unternehmen zu erfahren. Weitere quantitative Faktoren sind:<sup>49</sup>

- Kapitalstruktur
- Liquidität
- Eigenkapitalrendite
- Umsatzrendite
- Abschreibungsquote
- Wachstum des Bruttoinlandsprodukts

Ratingagenturen und Banken veröffentlichten ihre genauen subjektiven Faktoren, und die Bedeutung der Faktoren im ganzen Ratingprozess nicht. Als die Finanzkrise ausgebrochen ist, mussten die Ratingagenturen ihre Methoden und Faktoren bekanntgeben, da Transparenz zur Anforderung wurde. Die quantitativen Faktoren haben die gleichen Eigenschaften wie die öffentlich zugänglichen Informationen, aber nur wenn das Unternehmen darüber Bericht erstattet. Die Prognosen zur Weiterentwicklung z.B. sind normalerweise nur dem Management zugänglich und werden deswegen als private, für die Öffentlichkeit nicht zugängliche, Informationen angesehen.<sup>50</sup>

Buschmeier (2011) definiert die qualitativen Ratingkriterien wie folgt: „Als qualitative bzw. weiche Ratingkriterien werden alle Unternehmenscharakteristika bezeichnet, die sich nicht anhand von harten Fakten darstellen lassen.“<sup>51</sup> Diese Faktoren besitzen einen hohen Grad an Subjektivität und können von den Angestellten der Ratingagenturen beeinflusst werden. Ein wesentlicher Faktor dieser Kriterien ist die Managementqualität, die von der Ratingagentur berechnet wird. Dadurch wird klar, dass es kaum möglich ist, Kreditinstitute und verschiedene Unternehmen miteinander zu vergleichen, da Objektivität nicht im angemessenen Ausmaß vorhanden ist. Damit die qualitativen Faktoren operational ermittelt werden können, muss ihnen ein numerischer Wert zugeordnet werden. Ob ein Management von einem Unternehmen effizient oder nicht effizient ist, müsste z.B. mit einem Schulnotensystem anschaulich gemacht werden, damit es bei der Ermittlung des Ratings berücksichtigt werden kann.<sup>52</sup>

---

<sup>49</sup> Buschmeier (2011), S. 151

<sup>50</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 152

<sup>51</sup> Buschmeier (2011), S. 152

<sup>52</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 152ff

**Tabelle 1:** Wichtige Bereiche des qualitativen Ratingprozesses

	Bereiche	Mögliche Kriterien
1.	Branchen-, Produkt- und Marktstellung	Marktpräsenz, Marktwachstum, Produktlebenszyklus, Produktportfolio, Branchenattraktivität
2.	Management und Strategie	strategische Ausrichtung, Managementinstrumente, Management und Corporate Governance, Personalführung
3.	Interne Wertschöpfung	Unternehmensorganisation, Forschung und Entwicklung, Prozesse, Datensicherheit und Wissensmanagement
4.	Planung und Steuerung	Unternehmensplanung, Informationspolitik, Controlling, Risikosteuerung
5.	Kontodaten und Finanzpolitik	Überziehung von Kreditlinien/Prolongationen, Ausschüttungspolitik

Quelle: Buschmeier (2011), S. 153 (Selbsterstellt nach Text)

Das Verhältnis der beiden Faktoren bei Erstellung von Ratings, ist 70:30, wobei sich die 70% auf die quantitativen Faktoren beziehen. Es wird daran gearbeitet, dass sich der Fokus von den quantitativen weg zu den qualitativen Faktoren richtet.<sup>53</sup> Somit sollen die qualitativen Faktoren bei der Erstellung von Ratings im Vordergrund stehen. Diese Änderung wäre für den Ratingmarkt, aber auch für die Wirtschaft von großer Bedeutung. Durch den Fokus auf die qualitativen Faktoren wären die erstellten Ratings präziser, und Ratingbenutzer könnten mehr auf die Ratings vertrauen.

<sup>53</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 154

## 2.6 Form und Arten des Ratings

Ratings werden gliedern sich nach der Form in interne und externe Ratings. Interne Ratings beziehen sich auf eine Bonitätsprüfung des Klienten, der einen Kreditantrag gestellt hat. Diese Bonitätsprüfung des Kreditnehmers wird bei Kreditinstituten in Laufe des Kreditvergabeprozesses durchgeführt. Externe Ratings werden von unabhängigen Ratingagenturen vergeben, dabei entscheidet der Auftraggeber wie umfangreich und detailliert das Rating sein soll und für welche Zwecke es verwendet werden soll.<sup>54</sup>

Laut Buschmeier (2011) gibt es vier Arten von Ratings. Diese Aufteilung ist in Abb. 1 graphisch dargestellt:

**Abbildung 1:** Ratingarten



Quelle: Buschmeier (2011), S. 156 (Selbsterstellt nach Text)

In Folgenden wird jede Ratingart näher erläutert, dadurch soll ein besseres Verständnis über die Ratingarten geschaffen werden.

<sup>54</sup> vgl. Bastürk (2009), S. 100

### *2.6.1 Emissionsrating und Emittenten-Ratings*

Die erste Aufteilung der Ratingarten bezieht sich darauf, ob ein einziger Finanztitel oder die gesamte Finanzlage des bewerteten Kreditnehmers beurteilt und eingeschätzt werden. Das Emissionsrating bewertet einen einzelnen Finanztitel. Die Bonität des Kreditnehmers hat häufig einen großen Einfluss auf das Urteil des Emissionsratings. Das Urteil beinhaltet auch Aussagen über die Zahlungsfähigkeit von Gebern von Garantien oder Versicherungen.<sup>55</sup>

Das Emittenten-Rating bewertet die gesamte Finanzlage des Schuldners, und nicht nur einen Finanztitel. Das Ratingurteil berücksichtigt die gesamte Finanzlage und Zahlungsfähigkeiten des Kreditnehmers. Diese Ratingart bewertet die Möglichkeiten und den Willen eines Kreditnehmers, seinen Pflichten nachzukommen. Dieses Rating bewertet die allgemeine Bonität von einem Kreditnehmer, die sich auf die nicht nachrangigen und nicht besicherten Forderungen beziehen.<sup>56</sup>

### *2.6.2 Solicited Rating vs. Unsolicited Rating*

Die zweite Aufteilung von Ratingarten bezieht sich darauf, wer der Auftraggeber ist. Solicited Rating entsteht, wenn ein Kreditnehmer eine Ratingagentur beauftragt ein Rating zu erstellen, weswegen dieses Rating auch als Beauftragtes Rating bezeichnet wird. Das auftraggebende Unternehmen wird in den Ratingprozess mit einbezogen, in dem es der Ratingagentur Daten und Information zur Verfügung stellt. Unsolicited Rating führt die Ratingagentur ohne einen Auftrag und ohne Einbeziehung des beurteilten Unternehmens durch. In diesem Ratingprozess benutzt die Ratingagentur öffentlich zugängliche Daten und Informationen über das beurteilte Unternehmen.<sup>57</sup>

---

<sup>55</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 157

<sup>56</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 157

<sup>57</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 158

### 2.6.3 Debt und Equity Rating

Debt und Equity Ratings sind auf die Adressaten bzw. Benutzer von Ratings bezogen. Das Debt Rating bewertet an erster Stelle die Ausfallswahrscheinlichkeit der Kreditrückzahlung, was wichtige Informationen für Investoren liefert, und ihre Entscheidungen für eine mögliche Investition beeinflusst. Beim Equity Rating liegt im Vordergrund das Entwicklungspotential der Beteiligung eines Eigenkapitalinvestors. Das Rating liefert dem Investor Informationen, die seine Beteiligung am Unternehmen beeinflussen, wie z. B. die Höhe und Kontinuität der Gewinne des Kreditnehmers.<sup>58</sup>

### 2.6.4. Branchenrating und Länderrating

Buschmeier (2011) definiert das Branchenrating wie folgt: „Das Branchenrating bewertet die Wachstumsstärke, die Ertragsstärke, die Wettbewerbsintensität und die Konjunktursensibilität einer bestimmten Wirtschaftsbranche.“<sup>59</sup> Bei diesem Rating hat die Branchenkonjunktur eine wesentliche Auswirkung auf die Bonität der bewerteten Unternehmen. Das Branchenrating bekommt seine relevanten Informationen für sein Ratingurteil von „zuständigen Behörden, statistischen Ämtern oder Ministerien, Berufs- und Industrieverbänden, Wirtschaftsforschungsinstituten und internationalen Organisationen.“<sup>60</sup>

Das Länderrating analysiert und prognostiziert die wirtschaftliche Entwicklung der Länder. Das Rating liefert Informationen über die wirtschaftlichen Veränderungen in einem bestimmten Staat, bzw. Land, und ihrem Einfluss auf die Kapitalmärkte. Die möglichen Risiken für Investoren werden aufgrund einer Einschätzung der Bonität ermittelt.<sup>61</sup>

Die Bonitätsbewertung und Beurteilung von Risiken von Staaten war früher kaum vorhanden. Die ersten drei Staaten die 1975 bewertet wurden waren die USA (S&P), Kanada (S&P) und Australien (Moody`s). Nach der Globalisierung der Kreditinstitute in den 90er Jahren ist die Zahl der bewerteten Staaten gestiegen. Somit beträgt im Jahr 2012 die Zahl der bewerteten Staaten insgesamt 338, aufgeteilt wie folgt: Standard & Poor`s 126, Moody`s 109 und Fitch 103. Die Aufträge für diese Bewertungen kommen meistens von den bewerteten Staaten

---

<sup>58</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 157

<sup>59</sup> Buschmeier (2011), S. 158

<sup>60</sup> Buschmeier (2011), S. 158

<sup>61</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 158

selbst, die Kosten für diese Bewertungen wurden als Fixum oder als ein Teil der Emissionssumme für Staatsanleihen berechnet. Es gibt aber auch Staaten, bei denen ein unsolicited Rating, also ein unbeauftragtes Rating, durchgeführt wurde. Somit wurden die Kosten für die Bewertung nicht von den bewerteten Staaten bezahlt. Beispiele für unsolicited Ratings sind Deutschland und die USA. Auch wenn Investoren nicht von der Ratingbewertung überzeugt sein müssen, können sie es sich nicht leisten, diesen Ratings keine Beachtung zu schenken, weil die Möglichkeit besteht, dass andere Marktteilnehmer diese Ratingbewertung als neue mögliche Investitionschance ansehen.<sup>62</sup>

Artikel 8a Abs. 3 der neuen EU Verordnung Nr. 462/2013 sieht vor, dass Ratingagenturen auf ihrer Internetseite am Jahresende einen Terminplan für das folgende Jahr veröffentlichen. Dieser Terminplan darf nicht mehr als drei Termine zur Veröffentlichung von unbeauftragten Länderratings erhalten. Die Termine werden so gewählt, dass ihr Stichtag ein Freitag ist.<sup>63</sup>

---

<sup>62</sup> vgl. Käfer; Michaelis (2012), S. 95

<sup>63</sup> vgl. EU Verordnung Nr. 462/2013, S. L146/17

### 3 Ratingprozess

#### 3.1 Verlauf des Ratingprozesses

Der Ratingprozess gliedert sich in mehrere Phasen. Es besteht kein standardisiertes Schema für den Ablauf des Prozesses, die Schritte werden dem jeweiligen Emittenten angepasst.

**Abbildung 2:** Verlauf des Ratingprozesses



Quelle: Bastürk (2009), S. 102

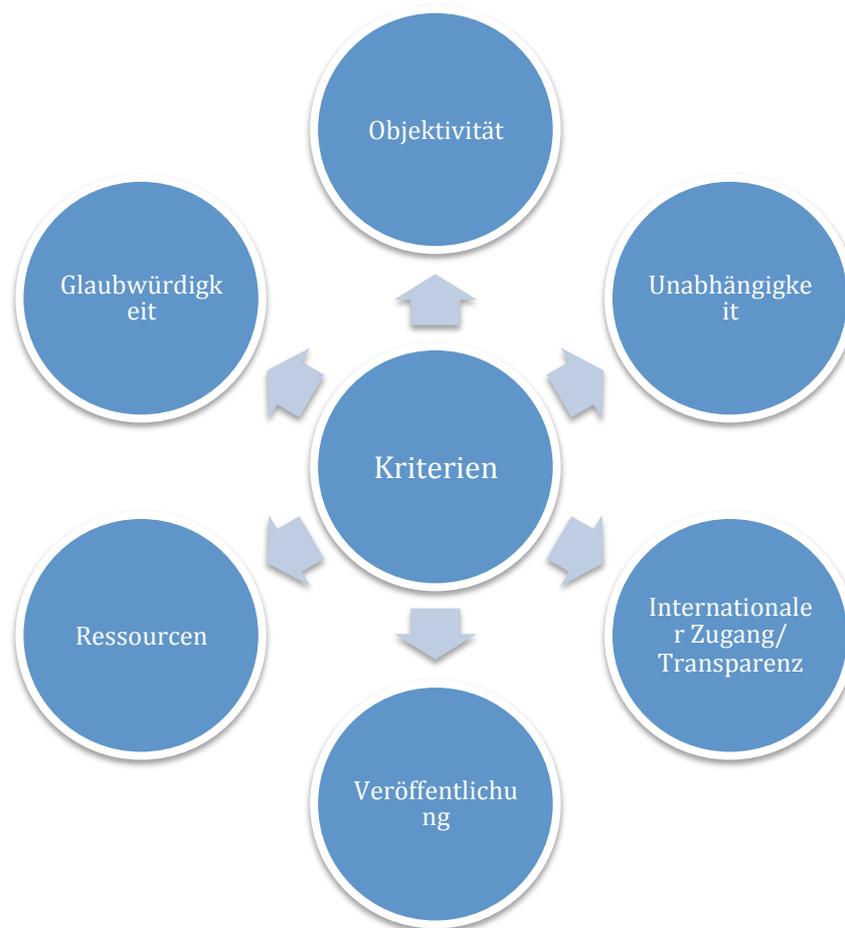
Die erste Phase bezieht sich auf die Aufnahme des Auftrags durch die Ratingagentur. Danach führt die Ratingagentur eine Basisrecherche durch. Die wichtigste Aufgabe ist die Bewertung der Kreditwürdigkeit des Schuldners, dabei berechnen die Ratingagenturen die Rückzahlungs- und Ausfallwahrscheinlichkeit der vergebenen Kredite. Damit ein Unternehmen oder ein Staat am internationalen Kapitalmarkt Anleihen platzieren kann, muss er von zwei der drei Ratingagenturen beurteilt werden. Wenn der Beurteilungsprozess abgeschlossen ist, erfolgt die Bewertung in Form von Buchstabencodes. Diese Codes sind bei jeder Ratingagentur anders, aber bei den drei größten Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch ist es möglich die Klassifizierungen zu vergleichen.<sup>64</sup>

<sup>64</sup> vgl. Bastürk (2009), S. 102

### 3.2 Anforderungen an externe Ratingagenturen

Gemäß Basel II beurteilten staatliche Aufsichtsbehörden, ob eine externe Ratingagentur die angeforderten Kriterien erfüllt bzw. ihnen nachkommen kann. Nach Basel II bestehen sechs Zulassungskriterien, die von den Ratingagenturen erfüllt werden müssen.

**Abbildung 3:** Zulassungskriterien für externe Ratingagenturen



Quelle: Buschmeier (2011), S. 159 (Selbsterstellt nach Text)

**Objektivität** – die Ratingagentur muss für die Bonitätseinschätzung über Methoden und Verfahren verfügen, die auf Werten aus der Vergangenheit aufgebaut sind. Bonitätsbewertungen müssen immer beaufsichtigt werden, und es muss auf die Entwicklung und Veränderung der finanziellen Lage reagiert werden können.<sup>65</sup> Nach Buschmeier (2011) muss „ein Beurteilungsverfahren vor der jeweiligen nationalen Anerkennung für jedes

<sup>65</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 159

einzelne Marktsegment durchgeführt werden.“<sup>66</sup>

**Unabhängigkeit** – Die Ratingagenturen müssen ihr Ratingurteil unabhängig und unbeeinflusst vergeben. Der Ratingprozess muss: „...frei von Interessenkonflikten innerhalb der Ratingagentur sein, die sich aufgrund der Zusammensetzung der Geschäftsführung oder der Aktionärsstruktur ergeben können.“<sup>67</sup>

Nach Buschmeier (2011) sollten die vergebenen Ratings **international zugänglich** sein, und die allgemeine Vorgehensweise der Ratingagentur sollte bekannt sein.

Informationen wie z.B. „Beurteilungsmethoden inklusive der Definition eines Ausfalls (Default), Zeithorizont und Bedeutung jedes Ratings, tatsächlich beobachtete Ausfallraten jeder Bonitätsbeurteilungskategorie und die Wanderungsbewegungen zwischen den Ratingklassen“<sup>68</sup> müssen **veröffentlicht werden**. Das Ziel von Veröffentlichungen von Ratingbewertungen sollte das Verständnis der Adressaten für den Prozess der Ratingagenturen sein. Damit das erfüllt wird, müssen die Ratingagenturen den Adressaten aktuelle und genaue Informationen liefern.<sup>69</sup>

Damit das Ratingurteil berechtigt und so genau wie möglich berechnet ist, müssen Ratingagenturen über genügend **Ressourcen** verfügen, wie z.B. gut ausgebildete und qualifizierte Mitarbeiter.<sup>70</sup> Die Human Resources Abteilungen von Ratingagenturen werden häufig sehr kritisch betrachtet, weil nicht genug erfahrene Mitarbeiter vorhanden sind. Eine Ursache dafür könnte die sehr hohe Fluktuationsrate des Personals in dieser Branche darstellen.<sup>71</sup> Das Ratingurteil bietet Interessenten eine glaubwürdige und verlässliche Information an, deswegen müssen die Ratingagenturen ihre Glaubwürdigkeit bewahren.

Damit sie ihre **Glaubwürdigkeit** nicht verlieren haben Ratingagenturen strenge interne Verfahren, die ihre Glaubwürdigkeit aufrechterhalten.<sup>72</sup> Grund für den Verlust der Glaubwürdigkeit der Ratingagenturen könnte die Tatsache sein, dass die Ratingagenturen für ihre Bewertung und Analyse Geld bekommen. Damit sie ihre Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit aufrechterhalten, sollten die Ratingagenturen Informationen über die

---

<sup>66</sup> Buschmeier (2011), S. 159

<sup>67</sup> Buschmeier (2011), S. 159

<sup>68</sup> Buschmeier (2011), S. 160

<sup>69</sup> vgl. Bastürk (2009), S. 107

<sup>70</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 160

<sup>71</sup> vgl. Bastürk (2009), S. 107

<sup>72</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 160

bekommenen Honorare veröffentlichen.<sup>73</sup>

### 3.3 Grundlagen der drei großen externen Ratingagenturen

Die Grundlagen zur Erstellung von Ratings der drei großen Ratingagenturen werden am Beispiel der Bewertung von Anleihen von Unternehmen näher erläutert. Nach Buschmeier (2011) müssen Ratingnotationen bezüglich ihrer Laufzeit auf kurzfristige und langfristige aufgeteilt werden, damit Unternehmensanleihen bewertet werden können. Langfristige Ratings beurteilen Anleihen, deren Laufzeit länger als 12 Monate beträgt. In der folgenden Tabelle werden die langfristigen Ratings dargestellt:

**Tabelle 2:** Ratingkategorie Investment Grade

Risiko	S&P	Moody's	Fitch
Höchste Bonität; geringstes Ausfallrisiko	AAA	Aaa	AAA
Höchste Bonität; kaum Ausfallrisiko	AA+; AA; AA-	Aa1; Aa2; Aa3	AA+; AA; AA-
Überdurchschnittli- che Bonität; etwas höheres Risiko	A+; A; A-	A1; A2; A3	A+; A; A-
Mittlere Bonität; stärkere Anfälligkeit bei negativer Entwicklung	BBB+; BBB; BBB-	Baa1; Baa2; Baa3	BBB+; BBB; BBB-
spekulativ; Zins- und Tilgungszahlungen bei negativen Entwicklungen gefährdet	BB+; BB; BB-	Ba1; Ba2; Ba3	BB+; BB; BB-
geringe Bonität; relativ hohes Ausfallrisiko	B+; B; B-	B1; B2; B3	B+; B; B-
geringste Bonität; höchstes Ausfallrisiko	CCC; CC; C	Caa; Ca; C	CCC; CC; C
Schuldner bereits in Zahlungsverzug oder Insolvenz	D		D

Quelle: vgl. Buschmeier (2011), S. 163

73 vgl. Bastürk (2009), S. 108

In der Tabelle 2 ist ersichtlich, dass S&P und Fitch die gleiche Bezeichnung für die Risikokategorien haben. Es bestehen insgesamt 8 Risikokategorien, die sich jeweils in drei Unterkategorien gliedern. Die erste Risikokategorie, die mit AAA oder Aaa bezeichnet ist, stellt die beste Beurteilung mit dem geringsten Risiko dar. Bei Kreditnehmern mit dieser Ratingeinstufung ist die Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsunfähigkeit sehr gering, somit würde dieser Kreditnehmer die besten Kreditkonditionen bekommen. Eine schlechtere Ratingeinstufung würde sofort auch schlechtere Kreditkonditionen für den Kreditnehmer bedeuten. Er müsste höhere Zinsen für seine Finanzierung zahlen.

Ein Faktor der von Ratingagenturen oft angewendet wird ist die Watchlist. In der Watchlist sind Unternehmen angeführt, die mögliche Maßnahmen setzen könnten, die das Rating beeinflussen könnten und somit auch die Ratingeinstufung, wie z. B. die Veränderung der Struktur des Unternehmens oder der Finanzierungsart. Ein weiterer Faktor ist die Erstellung eines Ausblicks (Outlook). Die erstellten Ausblicke gliedern sich in positive, stabile und negative Ausblicke.<sup>74</sup>

Standard & Poor`s teilt Risiken in Geschäftsrisiken und finanzielle Risiken auf. Geschäftsrisiken teilen sich nach:<sup>75</sup>

- Industriecharakteristika
- Management
- Wettbewerbsposition
  - Marketing
  - Technologie
  - Effizienz
  - Regulierung auf.

---

<sup>74</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 165

<sup>75</sup> Buschmeier (2011), S. 167

Die finanziellen Risiken von Standard & Poor`s beinhalten folgende u.a. Faktoren:<sup>76</sup>

- Finanzcharakteristika
- Finanzpolitik
- Profitabilität
- Kapitalstruktur
- Cashflow-Sicherheit
- finanzielle Flexibilität

Die Ratingagentur Moody`s hat eine detailliertere Aufteilung der Faktoren dargestellt. Ihre Darstellung ist in der folgenden Tabelle 3 zu sehen.

**Tabelle 3:** Aufteilung der Faktoren nach Moody`s

	Faktor	Deillierte Aufteilung
1	Finanzmanagement-Risiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cashflow</li> <li>- Liquidität</li> <li>- Verschuldungsstruktur</li> <li>- Eigenkapital und Reserven</li> </ul>
2	Wettbewerbsrisiken und operative Risiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wettbewerbssituation/relativer Marktanteil</li> <li>- Diversifikation</li> <li>- Umsatz, Kosten, operatives Ergebnis</li> <li>- Umsatzvolumen und Einkäufe</li> </ul>
3	Unternehmensstruktur und Rechtsrisiken	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Berücksichtigung angeschlossener Unternehmen</li> </ul>
4	Managementqualität	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Planung und Kontrolle</li> <li>- Managementenerfahrung</li> <li>- Organisationsstruktur</li> <li>- Nachfolgeregelung</li> </ul>

Quelle: Buschmeier (2011), S. 168 (Selbsterstellt nach Text)

<sup>76</sup> Buschmeier (2011), S. 167

In der Tabelle 3 sind die Faktoren aufgeteilt in vier Kategorien, diese sind weiter aufgeteilt auf Unterkategorien. Diese Aufteilung der Faktoren soll einen besseren Überblick über die Faktoren und ihre Funktionen liefern.

Der wesentliche Unterschied bei der Ratingbewertung von S&P und Moody's besteht im Bewertungsansatz. Der Bewertungsansatz von S&P bezieht sich auf die Einschätzung der Ausfallswahrscheinlichkeit (PD) des Kreditnehmers. Bei S&P ist die Bewertung der Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers im Vordergrund. Anders als bei S&P ist der Bewertungsansatz von Moody's nicht nur auf die Einschätzung der Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers bezogen, sondern auch auf den möglichen Verlust (LGD) der bei Eintritt der Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers auftreten würde. Dieser Bewertungsansatz wird als Expected Loss - Bewertungsansatz bezeichnet.<sup>77</sup>

Die Ergebnisse von Livingston et al. (2010) zeigen, dass Anleiheinvestoren sehr anspruchsvoll sind und zwischen den beiden großen Rating-Agenturen differenzieren. Diese Ergebnisse unterstreichen auch die Bedeutung für die Ratingagenturen, ihr Reputationskapital zu schützen. Wenn eine Ratingagentur konsequent über die Zeit konservativer wird, passen sich Anleihe-Investoren an solche Veränderungen an, indem sie der Bewertung der betroffenen Agentur weniger Bedeutung bei der Einschätzung des Ausfallrisikos beimessen. Dieser Befund stützt die These, dass Ratingagenturen starke Anreize haben, ehrliche und genaue Bewertungen zu erstellen und so ihr Reputationskapital zu schützen.<sup>78</sup>

---

<sup>77</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 168

<sup>78</sup> vgl. Livingston; Wei; Zhou (2010), S. 1271

## 4 Aktuelle Entwicklungen und Ausblick

Ratingbenutzer wollen möglichst genaue und stabile Bewertungen bekommen. Die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen basieren auf dem Risiko eines Vermögenswertes, das oft unter Verwendung von Kredit-Ratings bewertet wird. Rating-Anwender, wie z.B. Hedge-Fonds oder Händler, bevorzugen genaue und aktuelle Bewertungen.<sup>79</sup>

Nach der internationalen Bankkrise haben die G-20-Staaten im Dezember 2010 beschlossen Basel III einzuführen. Das Drei Säulen Modell wird weiterhin bestehen bleiben, jedoch werden „...das bankaufsichtsrechtliche Kapital inklusive einem antizyklischen Kapitalpuffer, neue Liquiditätsstandards, die Erfassung weiterer Risikoarten, eine Verschuldungsquote und eine gesonderte Behandlung von systemrelevanten Banken die betreffenden Säulen ausgebaut.“<sup>80</sup> Basel III wird europaweit durch die Europäische Kommission mit dem Gesetzesbeschluss CRD IV eingeführt. Der Gesetzesbeschluss beinhaltet die Capital Requirements Regulation (CRR), die geltendes Recht beinhaltet und die Säule I und III erfasst.<sup>81</sup>

Basel III wird die Regulierung des Eigenkapitals der Kreditinstitute verändern. Es sollen härtere Bestimmungen für das benötigte Eigenkapital gelten. Ein mögliches Problem könnte sein, dass dabei eine allgemeine Kreditklemme entsteht. Der prozyklische Einfluss von Basel II hatte große Auswirkung auf den Finanzmarkt.<sup>82</sup> Die Umstellung auf Basel III und die Anwendung der vorgeschriebenen Regelungen wird für die Marktteilnehmer, die verpflichtet sind Basel III anzuwenden, eine Herausforderung. Die Erweiterung und Verbesserung der Basel Regelungen soll mehr Stabilität in den Finanzmarkt bringen und somit das Vertrauen in die Märkte stärken.

---

<sup>79</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 147

<sup>80</sup> Jessberger (2013), S. 6

<sup>81</sup> vgl. Jessberger (2013), S. 6

<sup>82</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 219

#### 4.1. Funktionen und Probleme bei Ratingagenturen

Ratingagenturen haben eine große Bedeutung für die Finanzmärkte. Durch ihre Bonitätsbewertung und Vergabe von Ratings können Ratingagenturen die Zinsen und somit die gesamten Kreditkonditionen des Kreditnehmers beeinflussen. Die vergebenen Ratings haben einen hohen Stellenwert bei Investoren, da sie sich für eine Investition eher entscheiden, wenn diese Investition ein gutes Rating besitzt. Weiteres werden die ex ante und ex post Informationsasymmetrien dargestellt, die durch Ratings reduziert werden, wodurch die ökonomische Rolle der Ratingagenturen unterstrichen wird. Um die Informationsprobleme von Fremdfinanzierungen vor Abschluss des Vertrages zu verkleinern, müssen die Ratings als Signaling- oder Screening-Instrument geeignet sein.<sup>83</sup>

**Tabelle 4:** Rating als Signaling- und Screening- Instrument

	Signaling des Kreditnehmers	Screening des Kreditgebers
Voraussetzungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- negative Korrelation zwischen Kreditnehmer-Bonität und Rating</li> <li>- positiver Nettoeffekt aus Fremdkapital-Kostensenkung und Ratinggebühren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Standardisierung der Kreditnehmerbeurteilung</li> <li>- Klassifizierung des Ratings in Ratingkategorien</li> </ul>
Wirkung	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Marktseparierung</b> Ein höheres Rating lässt auf bessere Schuldnerbonität schließen</li> <li>- <b>Verringerung</b> des Problems der adversen Selektion, der Kreditrationierung und des Unterbleibens einer Finanztransaktion</li> </ul>	

Quelle: Theurl; Schaetzle (2011), S. 4

Nach Theurl und Schaetzle (2011) wird ein Rating, dass von einem Kreditnehmer beauftragt wird, als Signaling-Instrument bezeichnet mit dem die Kreditnehmer den Informationsstand des Kreditgebers erhöhen möchten. Theurl und Schaetzle (2011) stellen die Informationsasymmetrien wie folgt dar: „Damit die Ratingagenturen neben der Verringerung der ex ante Informationsasymmetrien auch die ex post Informationsasymmetrien in einer Fremdfinanzierungsbeziehung reduzieren können, müssen die Agenturen erstens ein Anreizsystem schaffen, durch welches die Handlungen des Kreditnehmers neben seinen

<sup>83</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 3

Zielen zugleich die Ziele des Kreditgebers positiv beeinflusst. Zweitens muss das Rating zur Einschränkung der Schädigungsmöglichkeiten des Kreditnehmers nach Abschluss des Finanzierungsvertrages herangezogen werden können.“<sup>84</sup>

Die Verringerung von Informationsasymmetrien von Ratingbewertungen soll Investoren ein klareres und genaueres Bild ermöglichen und ihnen die Investitionsentscheidung erleichtern. Ratings stellen nicht nur eine Informationsgrundlage für Investoren dar, sie können auch ein Werbemittel für den bewerteten Kreditnehmer sein.<sup>85</sup> Mit einer guten Ratingbewertung werden potenzielle Investoren angesprochen. Daraus folgt, dass sich der Kreditnehmer auch leichter und günstiger finanzieren kann, weil sich die Kreditkonditionen mit einem guten Rating verbessern.

#### 4.2 Probleme von Ratingagenturen

In der folgenden Tabelle werden die Probleme der Unabhängigkeit von Ratingagenturen näher erläutert.

**Tabelle 5:** Probleme von Ratingagenturen

	Abhängigkeit	Ressourceneinsatz	Subjektivität
Ursache	-Entlohnung -Nebengeschäfte	-Ratingqualität nicht beobachtbar	-Berücksichtigung qualitative Faktoren
Gefahr	-Vergabe guter Ratings zur Erhaltung des Mandats	-Kostensenkung zulasten der Ratingqualität	-Qualitätszugeständnisse zur Erhaltung des Mandats

Quelle: Theurl; Schaetzle (2011), S. 6

Die Wahrscheinlichkeit ist gegeben, dass die Ratingagentur wegen ihrer privatwirtschaftlichen Organisation bessere Ratings vergibt, um ihren Gewinn zu maximieren. Es besteht eine gewisse Abhängigkeit der Ratingagentur von den bestehenden Klienten, die in Kombination mit der Subjektivität des Ratingergebnisses eventuelle Qualitätszugeständnisse mit dem Ziel der Erhaltung des Mandates möglich macht. Auf der anderen Seite besteht auch

<sup>84</sup> Theurl; Schaetzle (2011), S. 4

<sup>85</sup> vgl. Blaurock (2013), S. 1

die Möglichkeit, dass wegen Maßnahmen zur Kostensenkung die Ratingqualität nicht mehr in ausreichendem Ausmaß vorhanden ist, z. B. wenn eine Differenz zwischen personellen und materiellen Betriebsmitteln und gegenwärtigen Aufträgen besteht. Es kann auch vorkommen, dass Ratingnutzer die erläuterten Probleme nicht wahrnehmen und die eingeschränkten Ratings verwenden, wodurch es zur Entstehung von neuen Informationsasymmetrien kommen kann. Informationsasymmetrien können auch entstehen, wenn die Benutzung von Ratingeinschätzungen gesetzlich vorgeschrieben wird, z.B. für ausgewählte Finanzmarkttransaktionen.<sup>86</sup>

Informationsprobleme können sehr oft in der Kommunikation und verschiedener Wahrnehmung zwischen Gläubigern und Schuldern entstehen. Der Schuldner versucht sich so gut wie möglich vor dem Gläubiger darzustellen, um seine zukünftigen Kosten zu reduzieren. Diese Kosteneinsparungen des Schuldners bedeuten, dass die Zinsen seines Kredits gesenkt werden, wodurch sich aber auch die Einnahmen des Gläubigers reduzieren. Die daraus entstandenen Informationsasymmetrien können durch eine Bonitätsprüfung bewältigt werden. Hier kommen die Ratingagenturen zum Einsatz. Ratingagenturen versuchen Informationen über Risiken, die sich auf Länder, Branchen und das Unternehmen selbst beziehen, zu sammeln, und werten diese dann mit vergleichbaren Kriterien aus. Sie berechnen die Ausfallwahrscheinlichkeit und stufen die Emissionen von Emittenten ein. Damit die Ratingagenturen ein Prüfungsurteil abgeben können, müssen sie qualitative und quantitative Faktoren in ihre Bewertung einbeziehen. Analysten leiten ihre gewonnenen Erkenntnisse an das Rating-Komitee weiter, das dann das Rating vergibt. Diese Ratings werden am häufigsten von Kreditinstituten, institutionellen und privaten Investoren bei ihrer Investitionsentscheidung verwendet.<sup>87</sup>

Die Anwendung der Ratings als ein wichtiger Teil der Finanzmarktregulierung, mit dem Ziel die Gläubiger zu schützen, kann auch Gefahren bergen. Diese beziehen sich auf die Entstehung von Anreizen, die zu einer Reduzierung der Ratingqualität führen können.<sup>88</sup>

In Marktforschungen werden häufig Daten und Informationen von nur einer Ratingagentur verwendet, in der Regel von Moody's oder S & P. Es werden aber auch Daten von verschiedenen Agenturen (pool data) verwendet. In Folge dessen kam heraus, dass Daten und

---

<sup>86</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 6

<sup>87</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 464

<sup>88</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 8

Informationen von verschiedenen Ratingagenturen öfters ungleiche Ergebnisse liefern. Daten und Informationen von verschiedenen Ratingagenturen können irreführend sein, sodass die Ergebnisse der Bewertungen nicht vergleichbar sind. Ungleiche Beurteilungen können Ratingnutzer verwirren, da sie nicht sicher sind, welche Beurteilung die Korrekte ist. Das kann aber auch dazu führen, dass die Ratingbenutzer das Vertrauen in die Ratingagenturen verlieren. Die Studien von Brooks et al. (2004) und Hooper et al. (2008) zeigen eine eindeutige Reaktion der Finanzmärkte auf die Informationen von Ratingagenturen und bieten einen indirekten Beweis dafür an, dass der Markt auf solche Informationen sofort reagiert, vor allem in Krisenzeiten.<sup>89</sup>

### 4.3 Interessenskonflikte – Ratingshopping

Das Geschäftsmodell der Ratingagenturen steht häufig in der Kritik. Wenn nur die bewerteten Kreditnehmer für die Erstellung von Ratings bezahlen würden, könnte das die Interessenskonflikte am Ratingmarkt erhöhen. Damit würde sich auch die Qualität der erstellten Ratings verringern.<sup>90</sup> Interessenskonflikte entstehen, weil die Schuldner bzw. Kreditnehmer für ihre Bonitätsbewertung bezahlen und nicht die Gläubiger bzw. die Investoren. Da der Schuldner für sein Rating bezahlt, erwartet er eine gute Bonitätsbewertung, weil er durch ein gutes Ratingurteil bessere Kreditkonditionen erwarten kann wie z.B. kleinere Zinssätze.<sup>91</sup> Dieser Vorgang wird als Ratingshopping bezeichnet und wird in der Literatur folgendermaßen definiert: „Damit wird die bewusst günstigere Beurteilung eines Unternehmens durch eine Rating-Agentur bezeichnet, um einen Bewertungsauftrag oder um Anschlussaufträge zu bekommen.“<sup>92</sup> Weiters wird den Ratingagenturen unterstellt, dass sie ihre selbsterstellten, komplexen Kreditprodukte ihren Klienten mit günstigen Ratings näherbringen.

Durch den steigenden Konkurrenzdruck besteht die Möglichkeit, dass Emittenten eine Ratingagentur auswählen, die ihnen die besten Ratings verleiht. Diese Vorgehensweise wird auch als Rating-Shopping bezeichnet.<sup>93</sup> Diese Interessenskonflikte sollen durch ein anderes Bezahlungsmodell vermieden werden. Investoren sollen nach diesem Modell eine

---

<sup>89</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 145

<sup>90</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 9

<sup>91</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 465

<sup>92</sup> Beck; Wienert (2010), S. 465

<sup>93</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 18

Subskriptionsgebühr bezahlen und somit an der Bezahlung der Ratings beteiligt werden. Mit diesem Modell könnte die Unabhängigkeit der Ratingagenturen bewahrt werden.<sup>94</sup>

Durch die empirischen Forschungen von Jewell und Livingston (1999), konnte festgestellt werden, dass die drittplatzierte Ratingagentur Fitch nach Moody`s und Standard & Poor`s bessere Bonitätseinstufungen vergibt als die zwei Marktführer. An der Grenze stehende Investitionen mit etwas schlechterer Bonität werden günstiger beurteilt. Die gleiche Vorgehensweise ist bei neuen Marktteilnehmern zu beobachten.<sup>95</sup>

Der Einfluss, den die unterschiedlichen Ratings auf die von den Investoren zu zahlenden Zinsen haben, ist ein Argument, das gegen Rating-Shopping spricht, da Anleger den neuen Urteilen auch immer einen Informationsgehalt beimessen. Da jedoch die Zahl der untersuchten Fälle wegen den sehr ähnlichen Ratings durch die Agenturen gering ist, ist das eigentliche Gegenargument nicht empirischer, sondern eher theoretischer Natur. Die Gefahr für die Ratingagenturen liegt darin, dass Fehlbewertungen öffentlich werden und somit auch Folgen für Geschäft und die Reputation der Agenturen haben werden. Allerdings haben die Kunden von Ratingagenturen nur wenige Möglichkeiten auszuweichen, da der Markt ein enges Oligopol ist. Somit verliert die Reputation für die Agenturen an Wichtigkeit.<sup>96</sup>

Jiang et al. (2010) stellten fest, dass das Issuer-Pay-Model eine schlechtere Ratingqualität hervorbringt. Mit der Änderung des Vergütungsmodells kam es zu einer Verbesserung des Ratingurteils, und die Zahl der Herabstufungen ging zurück. Den Grund für diese Veränderungen sahen Jiang et al. (2010) im bestehenden Interessenkonflikt, da Kunden für die Raterstellung bezahlt haben. Darüber hinaus kamen sie zum Ergebnis, dass sich die Qualität von Ratings reduziert, wenn die Gebühren steigen.<sup>97</sup>

Durch ein "freiwilliges Rating werden die Finanzierungskosten eines Emittenten in geringerem Umfang gesenkt, verringert sich der Nettogewinn aus der Ratingbeantragung des Emittenten."<sup>98</sup> Damit kann für eine Ratingagentur die Gefahr entstehen, dass ein Kreditnehmer kein Rating erstellt haben möchte. Es liegt an den Ratingagenturen, die Interessenkonflikte zu beseitigen und die Glaubwürdigkeit des Ratings und somit das

---

<sup>94</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 9

<sup>95</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 466

<sup>96</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 466

<sup>97</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 9

<sup>98</sup> Theurl; Schaetzle (2011), S. 10

Vertrauen in die Ratingagentur zu bewahren.<sup>99</sup>

Ein weiterer Kritikpunkt an den Ratingagenturen ist dieselbe Form von Bewertungen. Dieser Punkt kann als positiv oder negativ erachtet werden. Einerseits können die Ratingagenturen zum gleichen Ratingurteil kommen, andererseits kann es sein, dass sich ihre Ratingbewertungen an den andern Marktteilnehmern orientieren. Somit sind die Wettbewerber und ihre Einschätzungen ihre Orientierung und nicht das bewertete Unternehmen selbst. Diese Orientierung bringt viele Vorteile für Ratingagenturen mit sich, weil sie einen kleineren Bewertungsaufwand haben und die Wahrscheinlichkeit, dass sie sich für ihr abweichendes Ratingurteil rechtfertigen müssen, sich reduziert.<sup>100</sup>

#### **4.4 Ratingagenturen und staatliche Verschuldungsdynamiken**

Die Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Staaten verursacht verschiedene Probleme für Ratingagenturen. Durch die Erhöhung der Geldmenge und die dadurch entstehende Inflation ist es den Staaten möglich die nominalen Schulden zu entwerten. Dafür ist aber auch ein politischer Wille notwendig, was die Prognostizierbarkeit der Eintrittswahrscheinlichkeit einer Zahlungsunfähigkeit, zusammen mit der geringen Zahl an Beobachtungen staatlicher Kreditausfälle, für eine empirische Aufarbeitung problematisch macht. Bevor Moody's die Herabstufung der griechischen Staatsanleihen und somit den Staatsbankrott Griechenlands verkündet hat, war es schwer vorstellbar, dass so etwas vorkommen kann. Es ist sehr schwierig vorauszusagen, ob und wann ein Staat zahlungsunfähig sein wird, seinen Kreditverbindlichkeiten nicht mehr nachkommen kann. Ratingagenturen betonen deswegen, dass ihre Bonitätsbeurteilung auf wirtschaftlichen Daten basiert und nicht auf einer empirisch überprüfaren Ausfallwahrscheinlichkeit.<sup>101</sup>

Alsakka und ap Gwilym (2013) kamen zum Ergebnis, dass die Wirkung negativer Kreditereignisse für die meisten höher bewerteten Ländern in der Krisenzeit spürbarer ist, während die Auswirkungen für Länder mit niedrigerem Rating in der Zeit vor der Krise ausgeprägter ist. Während der Krisenzeit haben negative Nachrichten von den drei

---

<sup>99</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 10

<sup>100</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 466

<sup>101</sup> vgl. Gärtner; Griesbach; Jung, (2012), S. 251

Ratingagenturen Auswirkungen auf die Wechselkurse gehabt. Nachrichten von Fitch haben die stärksten Reaktionen während der Krisenzeit hervorgerufen.<sup>102</sup>

Nach Gärtner et al. (2012) wird das Rating eines Staates (R) von zwei Faktoren bestimmt, dem objektiven, neutralen und ökonomisch nachvollziehbaren Faktor (D) und dem subjektiven Faktor (M). Somit sieht die Formel für die Berechnung des Ratings wie folgt aus:<sup>103</sup>

$$R=D+M$$

Diese Charakteristik von Ratings hat auch zwei große Nachteile. Der erste ist das Fehlen des Sanktionierungsmechanismus. Wenn eine Ratingagentur z. B. eine Information veröffentlicht, dass das Ausfallrisiko für Portugal von 20 % auf 30% gestiegen ist, wird auch bei Nichteintritt der Prognose diese Ratingagentur nicht sanktioniert, obwohl die Veröffentlichung sehr wahrscheinlich einen großen Schaden für Portugal bedeutet hat. Eine Ratingagentur, die keine Information zu Portugal bekanntgegeben hat, würde dann sowieso keine Konsequenzen tragen. Aufgrund der geringen Anzahl an Beobachtungen von staatlichen Kreditausfällen ist die Prognose von Staatspleiten durch Wahrscheinlichkeiten ungleich null oder eins tautologisch. Indem Ratingagenturen verschiedenen Finanzprodukten identischer Ratingkategorien unterschiedliche empirische Ausfallwahrscheinlichkeiten zuordnen, wird diese Problematik noch zusätzlich verschärft.<sup>104</sup> Tabelle 5 zeigt eine Analyse der Vergabe der Ratings der Ratingagentur Moody's.

---

<sup>102</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 145

<sup>103</sup> Gärtner; Griesbach; Jung, (2012), S. 252

<sup>104</sup> vgl. Gärtner; Griesbach; Jung, (2012), S. 252

**Tabelle 6:** Ausfallquoten während der ersten fünf Jahre nach Emission in %

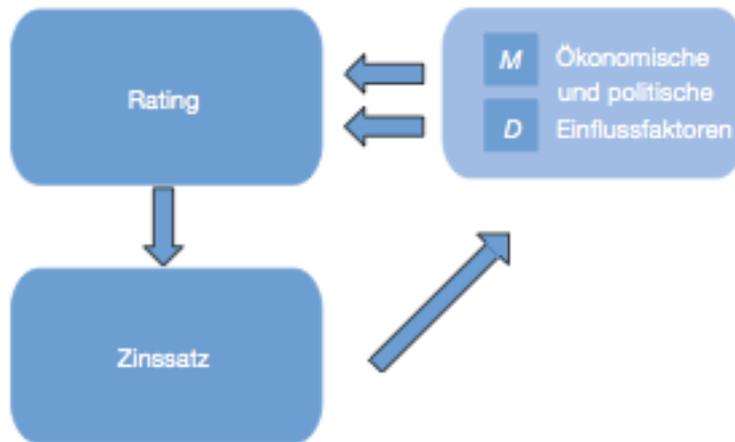
Ursprüngliches Rating	Staatsanleihen	CDO-Collateralized Debt Obligations	RMBS- Residential Mortgage Backed Securities
Aaa	0,00	20,52	3,75
Aa	0,00	26,76	33,38
A	0,00	31,26	44,76
Baa	2,29	34,86	48,73
Ba	5,74	36,43	39,35
B	10,95	62,21	34,60

Quelle: Gärtner; Griesbach; Jung, (2012), S. 252

In der Tabelle 5 wird ersichtlich, dass keine Staatsanleihe, die mit dem Rating Aaa eingestuft wurde, ausgefallen ist, während 20 % der eingestuften Kreditnehmer mit Aaa ihren Kreditzahlungen nicht nachkommen konnten. Sie waren also nicht in der Lage ihre Kredite zurückzuzahlen, obwohl sie ein Aaa Rating hatten. Statistisch betrachtet würde beispielsweise eine Staatsanleihe die mit einem B Rating eingestuft wurde ein kleineres Ausfallrisiko mit sich bringen als ein Kreditnehmer der eine Aaa Ratingeinstufung von CDOs bekommen hat. Daraus folgt, dass Ratingeinstufungen mit Aaa nicht immer die besten sein müssen, also mit dem geringsten Ausfallrisiko.<sup>105</sup>

---

<sup>105</sup> vgl. Gärtner; Griesbach; Jung, (2012), S. 252

**Abbildung 4** : Zusammenhang zwischen Ratings und Zinssätzen

Quelle: Gärtner; Griesbach; Jung, (2012), S. 253

In Abbildung 4 ist der Zusammenhang zwischen einem vergebenen bzw. bekommenen Rating und den Kreditkonditionen ersichtlich. Ratings haben einen großen Einfluss auf die Kreditkonditionen eines Kreditnehmers, somit sind sie von großer Bedeutung für alle Emittenten.

Weiters können Ratingbewertungen, die eigentlich als eine Einschätzung anzusehen sind, die Gegenwart und die Zukunft des Kreditnehmers sehr beeinflussen. Eine Herabstufung für einen Kreditnehmer würde seine Kreditkonditionen sofort beeinflussen und somit die Zinsen, die er für Fremdkapital zahlen muss, erhöhen. Beispielsweise würde eine Herabstufung von Portugal für den Staat eine teurere Selbstfinanzierung bedeuten. Dadurch würden sich die Staatsschulden sofort erhöhen, während die Rückzahlungsfähigkeit seiner Schulden sinken würde. Daraus folgt, dass die subjektiven Faktoren bei der Erstellung von Ratings einen großen Einfluss auf die Politik eines Staates ausüben können.<sup>106</sup>

Dem Einfluss der veröffentlichten Informationen von Ratingagenturen auf die Wirtschaft und Finanzmärkte kann nicht widersprochen werden. Eine negative Ratingbewertung hat Auswirkungen auf die Staatsanleihen des bewerteten Staates. Eine bessere oder sogar verbesserte Ratingbewertung (upgrade) haben begrenzte oder gar unbedeutende Auswirkungen. Negative Bewertungen sind in der Regel detaillierter und erhalten mehr

<sup>106</sup> vgl. Gärtner; Griesbach; Jung, (2012), S. 253

Informationen als positive Bewertungen, wegen der größeren negativen Effekte für eine Ratingagentur im Falle einer verspäteten Herabstufung (downgrades). Goldstein et al. (2000) und Sy (2004) untersuchten, ob Länder-Ratings Währungskrisen vorhersehen können, und kamen zum Ergebnis, dass Länder-Ratings helfen, die Wahrscheinlichkeit des Auftretens notleidender Kredite zu bestimmen, aber daran scheitern Währungskrisen vorherzusagen.<sup>107</sup>

Arezki, Candelon und Sy (2011) untersuchte die Effekte der Informationen und Ratings auf die Credit Default Swaps (CDS) und die Börsen von ausgewählten europäischen Ländern im Zeitraum von 2007 bis 2010. Aus der Studie ging hervor, dass die Herabstufung von Ratings zu bedeutenden Überschwappungseffekten auf andere Länder führen kann. Ein Beispiel dafür wäre der negative Einfluss der Herabstufung von Balkanländern auf den österreichischen Börsenindex, ohne dass es zu Veränderungen in der Bewertung von Österreich selbst gekommen wäre. Ein Grund dafür sind die großen Investitionen von österreichischen Banken in den dortigen Ländern. Afonso, Furceri und Gomes (2011) lieferten auch Hinweise auf den signifikanten Einfluss von veröffentlichten Informationen der drei großen Ratingagenturen auf die Staatsanleihen von 24 europäischen Staaten während des Zeitraums von 1995 bis 2010.<sup>108</sup>

Ratingagenturen wurden während der Staatsschuldenkrise beschuldigt, durch die Herabstufung der Ratings der Länder der Eurozone bei der Verschärfung der Krise mitgewirkt zu haben. Politiker in der EU haben sich für weitere Regulierungen ausgesprochen, um die Qualität und Transparenz der Länder-Ratings zu verbessern. Vorschläge der europäischen Politiker haben verschiedene Reaktionen hervorgerufen, einschließlich der Idee einer öffentlichen Rating-Agentur und der Anregung, dass Ratingagenturen Herabstufungen 3 Tage im Voraus ankündigen sollten, anstatt der normalen 12 Stunden. Die Rating-Herabstufungen hat die Schwere der Probleme in der Eurozone widerspiegelt. Es folgte das Gesetzesänderungen zu Verbesserung der Qualität der nationalen statistischen Daten zu erlassen und plädierte dafür, dass Staaten enger mit den Ratingagenturen zusammenarbeiten sollten. Das Ziel der oben genannten Gesetzesänderungen war es, die Auswirkungen von Ratingaktionen auf die Finanzmärkte zu reduzieren. Auch wenn die aktuelle Gesetzgebung ihre volle Wirkung entfalten würde, würde man erwarten, dass die Ansichten von Ratingagenturen Reaktionen hervorrufen würden, wenn die Märkte weiter der Ansicht wären,

---

<sup>107</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 145

<sup>108</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 146

dass die Ratings kursrelevante Informationen widerspiegeln. Die nationalen Regierungen sind die größten Schuldner der Kapitalmärkte, mehr als 60% der ausgegebenen Schuldtitel sind Staatsanleihen. Daher ist immer noch zu erwarten, dass Länderratings das Verhalten der Anleger beeinflussen und sich auf deren Risikoerwartungen auswirken.<sup>109</sup>

---

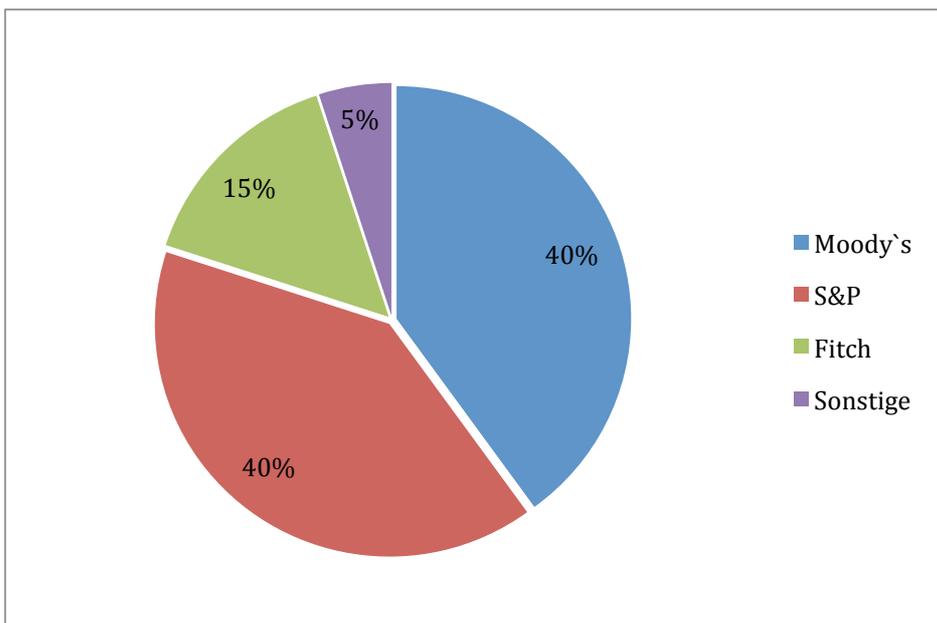
<sup>109</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 147

## 5 Maßnahmen zur Verbesserung von Ratingagenturen

### 5.1 Steigerung des Wettbewerbs auf dem Ratingmarkt

Eine weitere Möglichkeit zur Verbesserung der Qualität von Ratings und einer Verminderung der Interessenskonflikte besteht darin, die Wettbewerbsfähigkeit am Ratingmarkt zu erhöhen. Der Ratingmarkt ist sehr eingeschränkt und wird als beschränktes Oligopol angesehen. Es bestehen viele kleine Ratingagenturen, auf der ganzen Welt 130 bis 150, die aber von den drei großen Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch beeinflusst werden. Moody's und Standard & Poor's besitzen ca. 40% der Anteile am Markt, die Ratingagentur Fitch verfügt über 16%.<sup>110</sup> Der Ratingmarkt ist in Abb. 5 dargestellt:

**Abbildung 5:** Ratingmarkt



Quelle: Gärtner; Griesbach; Jung, (2012), S. 252

So bleibt den restlichen Teilnehmern ein Marktanteil von weniger als 15%.

Die Wettbewerbsfähigkeit könnte erhöht und intensiviert werden, indem neue Ratingagenturen in den Markt vordringen. Auch die Schaffung einer staatlichen/europäischen Ratingagentur würde den Markt beeinflussen, was die Ratingqualität erhöhen würde. Leider

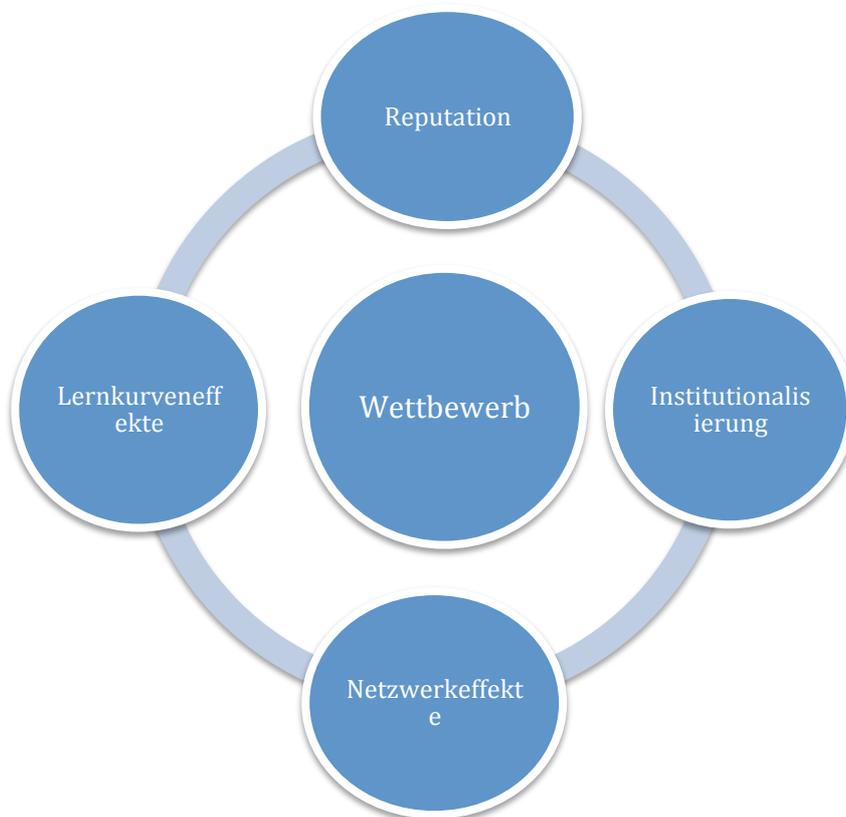
<sup>110</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 12

besteht keine Analyse zum Markteintritt und den Barrieren für kleinere Ratingunternehmen. Viele kleine Ratingagenturen, die es versucht haben, haben den Markteintritt nicht geschafft oder konnten keine signifikanten Anteile am Markt für sich gewinnen.<sup>111</sup>

### 5.1.1 Markteintritte neuer Ratingagenturen

Damit die Wettbewerbsfähigkeit gesteigert und verbessert wird, müssen die Barrieren, die einen erfolgreichen Eintritt verhindern, definiert werden. Abbildung 6 veranschaulicht die vier eintrittsrelevanten Faktoren:

**Abbildung 6:** Markteintrittsrelevante Faktoren



Quelle: Theurl; Schaetzle (2011), S. 13

---

<sup>111</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 12

Nach Theurl, Schaetzle (2011) haben die großen Ratingagenturen Moody`s, Standard & Poor`s und Fitch einen großen Vorteil, der als Early-Mover-Advantage bezeichnet wird. Die Bedeutung der Reputation wird wie folgt erläutert: „Die Bedeutung der Reputation für die Akzeptanz der Bonitätseinschätzungen ist für neue Agenturen eine erhebliche Markteintrittsbarriere und kann somit der Gewinnung von Marktanteilen einer neuen Agentur entgegenstehen. Investoren schätzen die Konsistenz und Vergleichbarkeit der Bonitätseinschätzung, wobei sich der Anlegernutzen mit steigender Ratinganzahl (Track-Record) und Verbreitung der Ratings (Netzwerkeffekte) einer Agentur erhöht.“<sup>112</sup> Durch den Netzwerkeffekt werden die Finanzierungsbedingungen verbessert, wodurch sich die Kosten für die Finanzierung reduzieren, was nicht nur Vorteile für die Kreditgeber sondern auch für die Kreditnehmer hat. Es entstehen sehr hohe Kosten bei der Verbreitung von Ratings. Diese Netzwerkeffekte bewirken Sunk-Costs. Die Sunk-Costs sind nur eine weitere Eintrittsbarriere für neue Mitbewerber am Ratingmarkt und stellen eine große Herausforderung dar, weil es nicht einfach ist zu Beginn der Ratingtätigkeit diese zu erbringen.<sup>113</sup>

Der Lernkurveneffekt stellt eine weitere Barriere für den Markteintritt dar, weil die bereits bestehenden Ratingagenturen über enormes Know-how verfügen. Aus der jahrelangen Erfahrung entstehen Kenntnisvorteile bei der Beurteilung der Bonität, die zu einer konstanten Erhöhung der Effizienz des Ratingverfahrens und des ganzen Ratingsystems führen. Damit kann die Präzision von Ratingbewertungen verbessert werden, wodurch auch die Reputation von Ratingagenturen erhöht wird. Daraus kann man aber auch schlussfolgern, dass ein gelungener Eintritt am Ratingmarkt von erfahrenen Analysten abhängt. Da Ratinganalysten auch bei den Finanzinstituten sehr gefragt sind, ist es für neue Ratingagenturen sehr schwierig sie für sich zu gewinnen. Die regulatorische Institutionalisierung von Ratings ist ein weiterer Einflussfaktor. Die Pflicht, dass Ratingagenturen für bankenaufsichtsrechtliche und regulatorische Maßnahmen von Institutionen anerkannt werden müssen, stellt eine weitere Markteintrittsbarriere dar. Ratingagenturen müssen vorgeschriebene Kriterien erfüllen, damit sie z.B. die Mindestkapitalanforderung für Kreditinstitute (Banken) bestimmen und berechnen dürfen.<sup>114</sup>

---

<sup>112</sup> Theurl; Schaetzle (2011), S. 14

<sup>113</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 14

<sup>114</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 15

In den USA müssen z.B. wenigstens zwei Ratings vorhanden sein, um Fremdkapital auf den Markt platzieren zu können. Dafür werden fast immer die Ratings von den zwei großen Ratingagenturen Moody's und Standard & Poor's verlangt. Durch die bestehenden Charakteristiken am Markt ist es fraglich, ob die Regelungen zu Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit, die die Markteintrittsbarrieren mildern und den neuen Ratingagenturen den Eintritt erleichtern sollen, auch zu einer Erhöhung der Anzahl von neuen Ratingagenturen führen werden. Die drei großen Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch veröffentlichen unbeauftragte Ratings, um damit den Wechsel des Emittenten zu einer anderen Agentur zu erschweren.<sup>115</sup>

Ein wichtiges Ziel von Ratingagenturen sollte eine gute Reputation sein, sowie die zeitnahe und qualitative Weiterleitung von Informationen an die Finanzmärkte. Der IWF (2010b) machte auf den Einfluss der Ratingagenturen auf die Preise von Aktien und Anleihen aufmerksam. Diesen üben sie nicht nur durch Verbreitung und Enthüllung von Information, sondern auch durch ihre Zertifizierungsrolle aus. Diese Zertifizierungsrolle wurde ihnen zugeteilt, weil ihre vergebenen Ratings eine Art von Zertifizierung für das bewertete Unternehmen oder den Staat darstellen. Mit einer guten Bewertung hat z. B. ein Unternehmen die Möglichkeit neue Investoren für sich zu gewinnen, oder der Staat die Möglichkeit günstiger Kapital von Kreditgebern zu bekommen. Länderratings beeinflussen die Finanzierung eines Landes, in dem sie Einfluss auf die Kreditkonditionen ausüben und somit die Möglichkeit eines Landes sich günstiges Kapital für seine Refinanzierung zu verschaffen beeinflussen. Deswegen wird auch diskutiert ob die Maßnahmen von Ratingagenturen zur Verschärfung der europäischen Staatsschuldenkrise beigetragen haben.<sup>116</sup>

### *5.1.2 Wettbewerb und die Wirkung auf die Ratingqualität*

Durch die dominierende Marktstruktur von Moody's, Fitch und Standard & Poor's entstehen nicht nur Nachteile sondern auch gewisse Vorteile, wie die Erhöhung der Objektivität bei der Erstellung von Ratings. Die Objektivität wird erhöht, indem die Abhängigkeit der Ratingagenturen von den Emittenten reduziert wird. Die Abhängigkeit wird reduziert, weil der Einfluss der drei großen Ratingagenturen am Ratingmarkt sehr groß ist, somit sind die

---

<sup>115</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 16

<sup>116</sup> vgl. Alsakka; ap Gwilym (2013), S. 145

erstellten Ratings objektiver als wenn die oligopolistische Marktstruktur nicht vorhanden wäre. Ratingagenturen sind gewinnorientierte Unternehmen, was dazu führen kann, dass die Anforderungen für Ratings verringert werden. Bei den Forderungen zur Steigerung des Wettbewerbs muss auch die Möglichkeit, dass sich die Ratingqualität wegen dem zu hohen Konkurrenzdrucks verringert, unbedingt beachtet werden.<sup>117</sup>

## **5.2 Staatliche/Europäische Ratingagentur und Europäischer Ratingfond**

### *5.2.1 Staatliche/Europäische Ratingagentur*

Zurzeit gibt es zwei Vorschläge, die zur Steigerung des Wettbewerbs führen sollen. Der erste Vorschlag bezieht sich auf die staatliche Verfügungstellung von Ratings. Diese Anforderungen sollen die privatwirtschaftlichen Ziele der Gewinnmaximierung von privaten Ratingagenturen durchbrechen. Der zweite Vorschlag ist die Errichtung einer europäischen Ratingagentur. Die Aktivitäten der drei großen Ratingagenturen sind auf die US-amerikanischen Finanzmärkte genau angepasst und entsprechen deswegen nicht dem europäischen Finanzmarkt. Es werden auch weitere Möglichkeiten diskutiert, wie z. B. die Möglichkeit einer Verknüpfung der beiden vorigen Vorschläge. Die staatliche/europäische Ratingagentur sollte die privatwirtschaftliche Gewinnorientierung der privaten Ratingagenturen minimieren.<sup>118</sup>

Bei einer staatlichen Ratingagentur könnte die Politik Einfluss auf die Agentur und das Ratingurteil ausüben. Bei Sovereign Ratings könnte dann ein Staat durch seine eigene Ratingagentur bewertet werden. Das Rating würde dann wahrscheinlich immer besser ausfallen als es eigentlich ist.<sup>119</sup> Es wäre kaum vorstellbar, dass sich ein Staat mit einer schlechten Bonität absichtlich schlecht darstellen würde und eine Herabstufung der Bonität durchführen würde. Der politische Einfluss könnte das Ratingurteil beeinflussen und die Objektivität und Unabhängigkeit des Ratingprozesses und somit des Ratingurteils gefährden.

---

<sup>117</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 18

<sup>118</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 18

<sup>119</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 185

Ein weiteres Problem bei einer staatlichen Ratingagentur wäre die Haftung und Kontrolle dieser Agentur. Es müsste im Voraus auf europäischem und internationalem Niveau geklärt werden, ob und wie der Staat die Ratingagentur kontrollieren würde, z.B. durch das Parlament. Des Weiteren müsste geklärt werden, ob der Staat die Haftung für das Ratingurteil übernimmt und für die Fehler geradesteht. Durch die verschiedenen nationalen Interessen der Länder könnte eine unabhängige und objektive Ratingagentur nur mühsam formiert werden. Die Wirtschaftskrise hat dazu beigetragen, dass die G-20-Staaten auf internationaler Ebene eine Einigung über die Regulierung und Aufsicht der globalen Märkte getroffen haben. Eine staatliche Ratingagentur würde jedoch Vorteile sowie auch Nachteile mit sich bringen. Eines der wichtigsten Ziele einer staatlichen Ratingagentur sollte die Steigerung der Transparenz und der Wettbewerbsfähigkeit auf dem Ratingmarkt sein.<sup>120</sup>

Eine weitere Anforderung der staatlichen/europäischen Ratingagentur ist, dass diese mit der Europäischen Zentralbank (EZB) verbunden wird, weil die EZB bereits eine Kreditrisikoabteilung besitzt. Die europäische Ratingagentur sollte die Kriterien der Unabhängigkeit erfüllen „und ohne Interessenkonflikte bewerten, nicht-profitorientiert arbeiten und die EZB und die nationalen Notenbanken in ihre Arbeit einbinden.“<sup>121</sup> Dabei würden die Reputation und die Unabhängigkeit erhöht werden, womit die Barrieren für den Einstieg in den Ratingmarkt reduziert werden.<sup>122</sup> Durch die Erhöhung der Reputation und die Verringerung der Barrieren würde der Wettbewerb am Ratingmarkt verbessert.

Es ist jedoch fraglich wie die staatliche/europäische Ratingagentur die zwei Problembereiche der Abhängigkeit und der Interessenskonflikte beseitigen will. Die europäische Ratingagentur wäre auf die EU-Region fokussiert und würde so auf internationaler Ebene nicht akzeptiert werden. Das bezieht sich vor allem auf die starke Präsenz am US-amerikanischen Markt. Des Weiteren hätte eine europäische Ratingagentur Probleme mit der Beurteilung der Bonität von großen internationalen Unternehmen. Somit hat z. B. die japanische Ratingagentur große Probleme mit der Akzeptanz ihrer Bonitätsbeurteilung auf internationaler Ebene. Eine bessere Anerkennung der europäischen Ratingagentur könnte durch eine gesetzliche Auflage der Einbeziehung der Bonitätsurteile der europäischen Ratingagentur erreicht werden. Dabei muss bedacht werden, dass eine Anerkennung nur durch hohe Qualität der Ratings erreicht werden könnte. Es ist fraglich, ob eine staatliche Ratingagentur motivierender auf das

---

<sup>120</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 185

<sup>121</sup> Beck; Wienert (2010), S. 467

<sup>122</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 18

Ratingverfahren wirken kann und somit unabhängiger und objektiver Ratingurteile als die privaten Ratingagenturen erstellen kann. Die staatliche Ratingagentur müsste genau wie die privaten um die besten Analysten kämpfen und sie motivieren, für sie und nicht für die privaten Ratingagenturen tätig zu werden. Um die Analysten für sich zu gewinnen, müssten die staatlichen Ratingagenturen ein geeignetes Geschäftsmodell entwickeln.<sup>123</sup>

Weiteres muss die Finanzierung der europäischen Ratingagentur geklärt werden. Dabei müsste entschieden werden, was die geeignetste Finanzierungsform für diese Ratingagentur wäre. Wenn sie durch ihre Geschäftstätigkeit und somit durch ihre Ratingeinnahmen finanziert wird, so würde sich die europäische Ratingagentur kaum von den privaten Agenturen unterscheiden. Wenn jedoch die europäische Ratingagentur durch den Staat finanziert wird, muss dabei die Akzeptanz der Bonitätsbeurteilung beachtet werden.<sup>124</sup> Die europäische Ratingagentur hätte das gleiche Problem mit der Unabhängigkeit wie die privaten Agenturen, und es würde kaum Veränderungen am Ratingmarkt geben. Es könnte das gleiche Problem mit der Anerkennung der Bonitätsbeurteilung auf internationaler Ebene auftauchen wie bei Japan.

Darüber hinaus könnten Probleme bei der Gewinnung hochqualifizierter Analysten auftauchen, weil der Konkurrenzkampf zwischen der europäischen Ratingagentur und den privaten Agenturen um die hochqualifizierten Analysten sehr stark wäre. Dieser Wettbewerb würde durch die Finanzinstitute erhöht werden, weil Finanzinstitute auch hochqualifizierte Analysten benötigen, genau wie die privaten Agenturen und wie sie die europäische Ratingagentur auch benötigen wird. Das Problem der Gewinnung von hochqualifizierten Analysten besteht bereits heute bei den drei großen Ratingagenturen, da ihre Analysten oft zu Kreditinstituten wechseln.<sup>125</sup> Das Problem wird zukünftig durch die staatliche Ratingagentur nur noch verschärft, weil ein weiterer Wettbewerber um die hochqualifizierten Analysten am Markt vorhanden wäre.

Ein weiterer Vorschlag ist, dass neben der europäischen Ratingagentur auch eine unabhängige Stiftung gegründet wird, die die europäische Ratingagentur finanzieren würde. Die Finanzierung der Stiftung würde durch Investoren (europäische Finanzdienstleister etc.) erfolgen. Die Stiftungsgründer treten jedoch selbst als Investoren auf dem Kapitalmarkt auf, woraus sich wiederum Interessenkonflikte ergeben würden. Es ist fragwürdig, ob eine

---

<sup>123</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 19

<sup>124</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 20

<sup>125</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 20

Stiftung die Probleme der europäischen Ratingagentur lösen würde oder wenigstens reduzieren könnte.<sup>126</sup>

Der größte Nachteil einer europäischen Ratingagentur wären die Interessenskonflikte, die durch die hohe Verschuldung der europäischen Staaten auftauchen würden. Die europäische Ratingagentur müsste Emissionen von EU Staaten beurteilen. Eine Herabstufung einer Staatsanleihe eines EU-Staats würde die Zinsen für dieses Land deutlich erhöhen. Diese Umstände würden die Anerkennung der europäischen Ratingagentur erschweren, da sie sich sehr bemühen müsste, um das Vertrauen der Teilnehmer am Ratingmarkt zu gewinnen. Bei der Gründung einer Agentur durch die größten Emittenten am europäischen Kapitalmarkt wäre eine interessenfreie Bewertung sehr schwierig, da diese Agentur eigentlich die Bonität ihrer eigenen Emissionen bewerten müsste. Durch den Ankauf griechischer Staatsanleihen ist die Reputation der Europäischen Zentralbank bereits geschädigt. Die Einbeziehung der Zentralbanken in die neue Ratingagentur würde ihre Unabhängigkeit in Frage stellen und auch das Vertrauen der Märkte verspielen.<sup>127</sup>

Ein mögliches Fehlurteil der Agentur würde bei den Investoren hohe Verluste verursachen, was Fragen von Haftung und eventuellem politischen Einfluss aufwerfen würde. Die Investoren könnten ihre Investitionen von den Staaten zurückverlangen, wegen der falschen Bewertung der europäischen/staatlichen Ratingagentur. Zudem könnte eine internationale Entwicklung der europäischen Ratingagentur wirtschaftliche und politische Konflikte hervorrufen.<sup>128</sup>

### *5.2.2 Europäischer Ratingfond*

Eine Verbesserung des Ratingmarktes sollte folgende Anforderungen erfüllen:<sup>129</sup>

- Sie sollten Interessenskonflikte beseitigen, indem sie den Auftrag für die Bewertung vom Auftraggeber unterscheidet.
- Sie sollen eine höhere Effizienz des Wettbewerbs am Ratingmarkt erreichen und damit die Wettbewerbsfähigkeit neuer und kleiner Ratingagenturen verbessern.

---

<sup>126</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 21

<sup>127</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 468

<sup>128</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 468

<sup>129</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 468

Diese beiden Anforderungen könnten mit einem europäischen Ratingfond erfüllt werden. „Die Emittenten stellen ihre zu bewertenden Produkte in den Fonds ein und zahlen Beiträge an diesen Fonds, aus dem die zu vergebenden Rating-Aufträge finanziert werden.“<sup>130</sup> Die Aufträge würden so vergeben werden, dass alle Produkte, die bewertet werden müssten, ohne Bekanntgabe des Emittenten platziert werden könnten. Damit eine Ratingagentur an diesem Wettbewerb teilnehmen kann, muss sie vom Fond vorgeschriebene Qualitätskriterien erfüllen. Den Auftrag würde diejenige Ratingagentur bekommen, die das günstigste Angebot macht. Der Ratingfond hätte die Funktion eines Blind Pool. Das Unternehmen würde ihr zu bewertendes Produkt der Ratingagentur zur Bewertung überlassen. Die Agentur würde, ohne zu wissen, wer die anderen Teilnehmer sind, ein Rating erstellen.<sup>131</sup> Diese Vorgehensweise würde viele Probleme am Ratingmarkt lösen. Das Oligopol der drei großen Ratingagenturen würde damit auch durchbrochen werden.

Ein weiterer Vorteil von Ratingfonds wäre ihre Finanzierung durch die Einnahmen aller Emittenten, die die Ratingurteile nutzen würden. An der Finanzierung könnten auch Investoren, die rechtlich verpflichtet sind Ratings zu nutzen, beteiligt werden. Diese Möglichkeit hätte aber auch den Nachteil, dass die Ratings öffentlich zugänglich wären und damit auch Investoren, die nicht an der Finanzierung der Ratings beteiligt waren, diese Informationen nutzen könnten. Die Beaufsichtigung der Fonds würden alle Branchenvertreter, die an der Finanzierung der Fonds beteiligt wären, übernehmen. Wären die Investoren an der Beaufsichtigung beteiligt, hätte das einen positiven Einfluss auf die Beseitigung der negativen Anreize.<sup>132</sup>

Alle Ratingagenturen hätten die Möglichkeit einen Auftrag zu bekommen, vorausgesetzt sie erfüllen die Qualitätskriterien des Akkreditierungsverfahrens. Auch wenn die Akkreditierung positiv abgeschlossen wurde, würde der Fond in regelmäßigen Abständen eine Überprüfung der erbrachten Leistungen der akkreditierten Ratingagenturen durchführen. Somit könnte der Fond die Ratingagenturen motivieren, ihre Leistungen gewissenhaft zu erbringen. Eine Reduktion der Markteintrittsbarrieren für neue Agenturen könnte durch Zulassungskriterien sowie durch laufende Kontrollen durch den Fonds realisiert werden. Zurzeit gibt es für die Emittenten keine Anreize, eine kleinere und unbekanntere Agentur zu wählen, da sie sich auf die großen Namen im Geschäft fokussieren. Durch Akkreditierungen wäre es möglich, auch

---

<sup>130</sup> Beck; Wienert (2010), S. 468

<sup>131</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 468

<sup>132</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 469

kleinen Agenturen und Neulingen den Marktzutritt zu erleichtern bzw. erst zu ermöglichen.<sup>133</sup>

### 5.3 Haftung für Ratingurteile

Die Haftung der Ratingagenturen für ihre Ratingurteile ist ein sehr umfangreiches und kompliziertes Thema. In den USA wird das Ratingurteil nur als Meinungsäußerung angesehen, die Ratingagentur muss nur bei arglistigem Verhalten für das Ratingurteil haften. In Europa sieht die Rechtslage anders aus. In Deutschland wird zuerst zwischen beauftragten und unbeauftragten Ratings unterschieden. In Folge dessen ist die Grundlage für die Haftung des Ratingurteils dann entweder vertraglich oder außervertraglich angesetzt. Einen Haftungsanspruch für ein Ratingurteil gegen eine Ratingagentur können Anleger, Kreditinstitute und die bewerteten Unternehmen fordern.<sup>134</sup> Die rechtlichen Situation in Deutschland sieht wie folgt aus: "Nach deutschem Recht droht eine zivilrechtliche Haftung der Ratingagenturen gegenüber Emittenten und Anlegern nur in den Fällen, bei denen ein eindeutiger Missbrauch vorliegt. Dies gilt sowohl bei unbeauftragten als auch bei beauftragten Ratings, sofern das Ratingverfahren nicht neutral, objektiv, sachkundig und sorgfältig durchgeführt wurde."<sup>135</sup> Zusätzlich wird diskutiert, ob Ratingagenturen durch die Anerkennung des Staats näher an die gesetzliche Haftung vom Staat anerkannter Gutachter herangetragen werden. Die Rechtslage in Deutschland bezüglich des Ratingurteils ist nicht im Detail erläutert. Deswegen ist ein Haftungsrisiko bei Ratingagenturen kaum vorhanden.<sup>136</sup>

Eine gesetzlich vorgeschriebene Haftungsübernahme würde die Ratingqualität verbessern und das Vertrauen in die Ratingagenturen steigern. Damit eine Haftungsgrundlage bestimmt werden kann, muss zwischen beauftragten und unbeauftragten Ratings unterschieden werden. Der entstandene Vertrag bei beauftragten Ratings stellt ein rechtliches Verhältnis zwischen der Ratingagentur und dem Kreditnehmer dar. Durch diesen Vertrag verpflichtet sich die Ratingagentur, eine Bonitätseinschätzung durchzuführen, die sich auf Daten auf das bewertete Unternehmen und dessen Marktumfeld beziehen. Ziel der Bonitätseinschätzung ist es herauszufinden, ob der Kreditnehmer (Emittent) seinen Kreditverbindlichkeiten (Zinsen und Tilgungen), die aus Fremdfinanzierungen entstanden sind, nachkommen kann. Diese Bonitätseinschätzung ist zukunftsorientiert, somit kann das Rating für den Kreditgeber eine

---

<sup>133</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 469

<sup>134</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 174

<sup>135</sup> Buschmeier (2011), S. 175

<sup>136</sup> vgl. Buschmeier (2011), S. 175

Investitionsberatung darstellen. Die Ratingagenturen betonen, dass ihr Ratingurteil nur eine Einschätzung der zukünftigen Zahlungsfähigkeiten des Kreditnehmers ist. Daraus folgt, dass die Haftungsübernahme von Ratingagenturen für ihre Ratingurteile gegenüber Benutzern von Ratings beschränkt ist, auch wenn ein eindeutiges Fehlverhalten (Missbrauch) bei Erstellung des Ratingurteils vorhanden ist. So wurde diese beschränkte Haftung der Ratingagenturen gegenüber Benutzern von Ratings vor den Gerichten in den USA bis jetzt immer bestätigt.<sup>137</sup>

Probleme bezüglich des geltenden Rechts sind schon öfters aufgetaucht. Ein Beispiel dafür ist das Gerichtsverfahren gegen die amerikanische Ratingagentur Moody's am Landesgericht Frankfurt am Main. Das Gerichtsverfahren wurde eingestellt, weil die Zuständigkeit nach internationalem Recht den USA zugeteilt wurde, auch wenn die Ratingagentur eine Niederlassung in Frankfurt besitzt. Die Sanktionierung einer Ratingagentur könnte zu Einschränkungen bei der Raterstellung führen. Bei risikoreichen Emissionen könnte die Haftungsverstärkung einer Raterstellung entgegenstehen. Durch eine verringerte Verbreitung würde sich das Platzierungsrisiko erhöhen, was zu steigenden Fremdkapitalkosten führen würde.<sup>138</sup>

Schadenersatz kann geltend gemacht werden, wenn die folgende Situation vorliegt: „Ist einem Anleger auf Grund der Zuwiderhandlung ein Schaden entstanden, kann er Ersatz verlangen, wenn er nachweist, dass er sich bei seiner Anlageentscheidung in vertretbarer Weise auf das Rating verlassen hat. Ein Emittent kann Ersatz verlangen, wenn er nachweist, dass das fehlerhafte Rating sich auf ihn oder seine Finanzinstrumente bezieht und die Zuwiderhandlung nicht darauf zurückzuführen ist, dass der Emittent die Ratingagentur direkt oder auf Grund öffentlich zugänglicher Informationen irreführend oder falsch informiert hat.“<sup>139</sup>

Maßnahmen zur Verbesserung und Steigerung der Funktionalität des Ratingmarkts waren bis jetzt nicht optimal, es muss noch zu Veränderungen kommen um den Ratingmarkt zu optimieren. Ratingagenturen werden auch zukünftig von Bedeutung sein, weil sie wichtige Informationen liefern.<sup>140</sup>

---

<sup>137</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 22

<sup>138</sup> vgl. Theurl; Schaetzle (2011), S. 23

<sup>139</sup> Blaurock (2013), S: 8

<sup>140</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 467

Die Haftungsübernahme für ihre Fehltritte als eine mögliche Regelung ist sehr schwer durchzuführen. Bei großen Emissionen wären Ratingagenturen nicht in der Lage, die Haftung für Fehltritte zu übernehmen, da sie den entstandenen Verbindlichkeiten nicht nachkommen könnten. Ratingagenturen wären zahlungsunfähig, und die Folgen so einer Situation wären nicht vorhersehbar. Mit dieser Haftungsübernahme würde das Risiko von den Investoren auf die Ratingagenturen übergehen. Daraus würde sich folgende Situation ergeben: war die Investition gut, so würde der Investor den daraus gewonnen Gewinn einnehmen, aber wäre es eine schlechte Investition, so könnte der Investor einfach auf das Fehltritt der Ratingagentur verweisen, und somit seinen Einsatz zurück bekommen. Diese Anforderung kann in der Praxis nicht umgesetzt werden. Ratingurteile stellen nur eine qualifizierte Expertenmeinung dar, sie sollen Investoren bei ihrer Investitionsentscheidung unterstützen. Ratingagenturen sollten aber auch einen Teil der Haftung übernehmen, sie müssen hinter ihren Ratingurteilen stehen, aber das Investitionsrisiko sollte beim Investor weiterhin bleiben.<sup>141</sup>

---

<sup>141</sup> vgl. Beck; Wienert (2010), S. 467

## **6 Zusammenfassung**

Neben den Kreditinstituten werden die Ratingagenturen für die Wirtschaftskrise mitverantwortlich gemacht. Ratingagenturen werden beschuldigt durch ihre nicht angemessenen und korrekten Bewertungen von sehr komplexen und komplizierten Finanzinstrumenten und Herabstufungen von Staatsanleihen zur negativen Entwicklung der Wirtschaft geführt zu haben. Diese Herabstufungen hatten erhebliche Folgen für die herabgestuften Staaten, weil die Finanzierung des Staates teurer wird, indem sich seine Kreditkonditionen verschlechtern, und somit weil die Zinsen für ihre Staatsschulden erhöhen.

Die Verordnung (EU) Nr. 1060/2009 sieht vor, dass alle Ratingagenturen, die in der EU aktiv sind, ab Juni 2010 sich bei der Finanzaufsicht in dem EU-Land, in dem aktiv sind, melden müssen und dabei ihre Geschäfte offenlegen. Damit die Anmeldung durchgeführt werden kann, müssen die Ratingagenturen internationale Standards erfüllen.

Außerdem ist es nicht angemessen, dass Finanzanalysten zur gleichen Zeit Unternehmen (Klienten) beraten und beurteilen. Ratingagenturen sollten ihre Ratingurteile und ihre angewendeten Methoden kontinuierlich kontrollieren. Sehr komplexe Finanzinstrumente müssen eindeutig und verständlich dargestellt werden.

Die Umstellung auf Basel III und die Anwendung der vorgeschriebenen Regelungen wird für die Marktteilnehmer, die verpflichtet sind Basel III anzuwenden, eine Herausforderung werden. Die Erweiterung und Verbesserung der Basler Regelungen soll mehr Stabilität in den Finanzmarkt bringen und das Vertrauen in die Märkte stärken.

Eine europäische/staatliche Ratingagentur kann Vor- und Nachteile mit sich bringen. Es wäre kaum vorstellbar, dass sich ein Staat absichtlich schlecht darstellen lassen und eine Herabstufung der Bonität durchführen würde. Der politische Einfluss würde das Ratingurteil beeinflussen und die Objektivität und Unabhängigkeit des Ratingprozesses und somit des Ratingurteils gefährden. Die Macht der Ratingagenturen, die sie durch ihre Ratings auf die Wirtschaft haben, wird immer stärker. Ratingagenturen sollten mehr Verantwortung für ihre Ratingbewertungen übernehmen, weil die Auswirkungen ihrer Ratings enorm sind und sie sich dessen auch bewusst sind. Sie wollen ihre Ratings als einfache Einschätzungen darstellen. Ihre Bewertungen beeinflussen nicht nur den bewerteten Kreditnehmer, sondern sein ganzes Umfeld bis hin zur globalen Wirtschaft.

Investitionsentscheidungen sollten nicht nur auf Grund von Ratings getroffen werden. Ratings sollten nur ein Orientierungsmittel sein. Investoren können nicht die ganze Verantwortung den Ratingagenturen überlassen, sie sollten auch Eigenverantwortung für ihre Investitionsentscheidungen übernehmen. Ratingagenturen wären nicht in der Lage die Haftung für Fehltritte bei großen Emissionen zu übernehmen. Sie könnten den aus der Haftungsübernahme entstandenen Verbindlichkeiten nicht nachkommen. Ratingagenturen wären zahlungsunfähig, was weitere Folgen haben würde. Selbstverständlich sollen die Ratingagenturen auch Verantwortung für ihre Ratings übernehmen und keine falschen Informationen weitergeben. Beide Seiten müssen Verantwortung übernehmen und nicht nur den jeweils anderen für ihre Entscheidungen verantwortlich machen.

Ratingagenturen müssen sich dessen bewusst werden, dass sie einen sehr großen Einfluss auf die ganze Wirtschaft ausüben, und dafür müssen sie mehr Verantwortung übernehmen. Ihre Bewertung, die mehr einem Urteil gleicht, entscheidet oft über die Zukunft der bewerteten Emittenten. Eine schlechte Bewertung kann für ein Unternehmen bedeuten, dass seine Finanzierung teurer wird, indem sich die Zinsen erhöhen. Weiteres bedeutet eine schlechte Bewertung, dass das Unternehmen kaum oder sogar gar keine Investoren für sich gewinnen kann, somit muss es eine andere Quelle für seine Finanzierung finden, was in dieser Situation nicht einfach sein wird.

Bestehende Maßnahmen zur Steigerung des Wettbewerbs am Ratingmarkt waren nicht angemessen, da sie den Einfluss von Ratingagenturen nicht reduzieren konnten. Der Gesetzgeber muss einen Weg finden, die bestehenden Eintrittsbarrieren für neue Ratingagenturen zu reduzieren. Dadurch wäre es auch möglich, den Einfluss der drei großen Ratingagenturen zu verringern. Es muss dabei aber beachtet werden, dass die Ratingqualität nicht darunter leiden darf. Es müssen optimale Maßnahmen gefunden werden, die den Wettbewerb am Ratingmarkt steigern aber zugleich die Qualität der Ratings nicht gefährden.

## Quellenverzeichnis

Afonso, Antonio; Furceri, Davide; Gomes, Pedro (2011): Sovereign credit ratings and financial markets linkages – application to European data. European Central Bank, Working Paper, No. 1347

Alsakka, Rasha; ap Gwilym, Owain (2013): Rating agencies' signals during the European sovereign debt crisis: Market impact and spillovers, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 85, S. 144-162

Arezki, Rabah; Candelon, Bertrand; Sy, Amadou N. R. (2011): Sovereign ratings news and financial markets spillovers: evidence from the European debt crisis. IMF Working Paper, No. 68.

Bastürk, Buket (2009), in: Elschen, Rainer; Lieven, Theo (Hrsg.), *Der Werdegang der Krise, Von der Subprime- zur Systemkrise*, 1. Aufl., Gabler Verlag/Springer Fachmedien, Wiesbaden

Beck, Hano; Wienert, Helmut (2010): Brauchen wir eine europäische Rating-Agentur? Funktionsprobleme des Rating-Marktes und ein alternativer Lösungsvorschlag, *Wirtschaftsdienst*, Vol. 90 (7), S. 464-469

Blaurock, Uwe (2013): Neuer Regulierungsrahmen für Ratingagenturen, *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, Heft 16, S. 608

Blundell-Wignall, Adrian; Slovik, Patrick (2010): The EU stress test and sovereign debt exposures, *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, Nr. 4.

Brooks, Robert, Faff, Robert W., Hillier, David, Hillier, Joseph (2004): The national market impact of sovereign rating changes, *Journal of Banking and Finance*, Nr. 28

Buschmeier, Andreas (2011): *Ratingagenturen, Wettbewerb und Transparenz auf dem Ratingmarkt*, 1. Aufl., Gabler Verlag/Springer Fachmedien, Wiesbaden

Ejsing, Jacob, Lemke, Wolfgang (2011): The Janus-headed salvation: Sovereign and bank credit risk premia during 2008-2009, *Economics Letters*, Nr. 110

Elschen, Rainer; Lieven, Theo (Hrsg.) (2009): *Der Werdegang der Krise, Von der Subprime- zur Systemkrise*, 1. Aufl., Gabler Verlag/Springer Fachmedien, Wiesbaden

Gärtner, Manfred; Griesbach, Björn; Jung, Florian (2012): Die Macht der Meinungsmacher: Ratingagenturen und staatliche Verschuldungsdynamiken, *Wirtschaftsdienst*, 2012, Vol. 92(4), S. 251-255

Goldstein, Moris, Kaminsky, Graciela L., Reinhart, Carmen M. (2000): *Assessing Financial Volatility: An Early Warning System for Emerging Markets*. Institute for International Economics, Washington.

Hooper, Vince, Hume, Timothy, Kim, Suk-Joong (2008): Sovereign rating changes—do they provide new information for stock markets?, *Economic Systems* Vol. 32, S.142–166

Jessberger, Pascal (2013): *Auswirkungen von Basel III auf Risikomanagement und Risikocontrolling: Chancen, Risiken, Schlussfolgerungen für mittelständische Banken*, Springer Fachmedien, Wiesbaden

Jewell, Jeff; Livingston, Miles (1999): A Comparison of Bond Ratings from Moody's S&P and Fitch IBCA, in: *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 8 (4), S. 1-45.

Jiang, John; Standford, Mary; Xie, Yuan. (2011): Does it Matter Who Pays for Bond Ratings? Historical Evidence. Online verfügbar unter [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1683495](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1683495), zuletzt geprüft am 23.02.2014.

Käfer, Benjamin; Michaelis, Jochen (2012): Länderrisiko: Die ökonomischen Konsequenzen einer Herabstufung durch die Ratingagenturen, *Wirtschaftsdienst*, 2012, Vol.92 (2), S. 95-100

Livingston, Miles; Wei, Jie Diana; Zhou, Lei (2010): Moody's and S&P Ratings: Are They Equivalent? Conservative Ratings and Split Rated Bond Yields, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42(7), S. 1267-1293

Mody, Ashoka (2009): From Bear Stearns to Anglo Irish: how eurozone sovereign spreads related to financial sector vulnerability, IMF Working Paper, Nr. 108.

Sgherri, Silvia, Zoli, Edda, (2009): Euro area sovereign risk during the crisis, IMF Working Paper, Nr. 222.

Sy, Amadou N. R. (2004): Rating the rating agencies: anticipating currency crises or debt crises? Journal of Banking and Finance, Nr. 28, 2845–2867.

Theurl, Theresia; Schaetzle, Dominik (2011): Ratingagenturen in der Kritik: Eine Analyse der Reformforderungen und –vorschläge, Arbeitspapiere Nr. 116, Westfälische Wilhelms-Universität Münster (WWU), Institut für Genossenschaftswesen, Münster

Verordnung (EU) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen

Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen

## **Abstract**

Ratingagenturen werden für die negative Entwicklung der Wirtschaft und somit für die Wirtschaftskrise verantwortlich gemacht. Ziel dieser Arbeit ist, die Funktion und den Aufbau von Ratingagenturen sowie den Prozess der Raterstellung näher zu erläutern und ihre Rolle in der Wirtschaftspolitik kritisch zu hinterfragen. Dabei wurde der Fokus auf die Wirtschaftspolitik in der europäischen Union gesetzt. Zusätzlich wurden in dieser Arbeit bestehende und mögliche Maßnahmen zur Verbesserung des Wettbewerbs am Ratingmarkt näher erläutert.

Ihre Bewertung entscheidet oft über die Zukunft der bewerteten Emittenten. Die Ratingagenturen haben durch ihre Bewertungen von sehr komplexen und komplizierten Finanzinstrumenten und Herabstufungen von Staatsanleihen zur negativen Entwicklung der Wirtschaft und Entstehung der Wirtschaftskrise beigetragen. Die drei großen Ratingagenturen, S&P, Moody's und Fitch üben immer noch einen sehr großen Einfluss auf den Ratingmarkt aus.

In dieser Arbeit wurden mögliche Maßnahmen zur Verbesserung des Wettbewerbs am Ratingmarkt näher erläutert. Es wurden auch mögliche Maßnahmen, wie z.B. die Schaffung einer staatlichen/europäischen Ratingagentur konkretisiert und zukünftige Änderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen näher betrachtet.

## **Lebenslauf**

### **Persönliche Daten**

Titel: BA

Familienname: Maksumic

Vorname: Nermina

### **Schulbildung**

2011 – Heute Masterstudium der Internationalen Betriebswirtschaft an der Universität Wien, Fachrichtung Externe Unternehmenrechnung

2009 Studienabschluss an der Universität Sarajevo, Bachelor of Arts

2006 – 2009 Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Universität Sarajevo  
Fachrichtung Management, Sarajevo, Bosnien und Herzegowina

2006 Matura mit Auszeichnung

2002- 2006 Handelsakademie (HAK)

### **Sprachkenntnisse**

Bosnisch/Serbisch/Kroatisch- Muttersprache

Deutsch-Hervorragend

Englisch- Sehr gut

Slowenisch- Grundkenntnisse