

# Ist eine Europäische Ratingagentur sinnvoll? Ja, aber als Benchmark und nicht als direkter Konkurrent

*Stellungnahme publiziert im ifo Schnelldienst 01/2010*

Prof. Dr. Ralf Elsas

Institut für Finance & Banking, LMU München

11. Januar 2010

## **Ratings haben Defizite**

Die Finanzkrise hat es offensichtlich gemacht: Die Ratings von Agenturen wie Moody's und Standard & Poor's haben Defizite, so schwerwiegend, dass die Rolle der Agenturen als "Gatekeeper" der Finanzmärkte in den Mittelpunkt regulatorischer und politischer Kritik geraten sind. Und hierfür gibt es gute Gründe:

- Die Ratings strukturierter Wertpapiere mussten zu tausenden angepasst werden, als die Fehleinschätzung des Ausfallrisikos im Verlaufe der Subprime-Krise offenbar wurde.
- Der Markt für Wertpapier- und Unternehmensratings ist ein Oligopol - die drei Agenturen Moody's, Standard & Poor's sowie Fitch (deutlich kleiner im Marktanteil) dominieren mit riesigen Marktanteilen. Und dies ist ein profitables Geschäft - die operative Gewinnmarge von Moody's betrug bspw. im Jahr 2007 49% und lag selbst im Krisenjahr 2008 noch bei 42%.
- Schon die anekdotische Evidenz durch spektakuläre Unternehmenszusammenbrüche wie Enron und Parmalat ließen Zweifel an dem Informationsgehalt und der Aktualität von Unternehmensratings aufkommen. Neueste Evidenz belegt, dass Unternehmensratings *systematisch* wesentliche Bonitätsschocks bei Unternehmen nicht oder erst mit erheblicher Verzögerung (typischerweise von einem halben Jahr) widerspiegeln.<sup>1</sup>
- Ratingagenturen sind die einzigen globalen Finanzintermediäre mit erheblicher Bedeutung für Kapitalmärkte und die Finanzsystemstabilität, die kaum einer Regulierung unterliegen. Bis vor der Finanzkrise wären umfassende Regularien wie Basel II für Banken oder die kommende Solvency II für Versicherungsunternehmen unvorstellbar gewesen.
- Es gibt empirische Hinweise, dass Ratingagenturen sogenannte "unsolicited ratings" (ungefragte Ratings) dazu verwenden, durch einen systematisch negativen Bias in diesen Einschätzungen Unternehmen zum Abschluss eines Rating-Auftrags zu bewegen (so dass das Rating sich hierdurch verbessert).

---

<sup>1</sup> Vgl. Elsas/Mielert (2009): Rating Validation based on Shocks to Firms' Credit Quality, Working Paper, LMU München.

Entsprechend werden vermehrt die Rufe nach einer umfassenden Regulierung von Ratingagenturen laut, häufig verbunden mit der Forderung, mehr Wettbewerb durch die Schaffung und Förderung neuer Agenturen zu etablieren, also bspw. durch eine neue "europäische" Ratingagentur.

Bevor jedoch ein angesichts der Krise populistisch getriebener und ökonomisch nicht fundierter Regulierungseifer einsetzt, bedarf es einer sorgfältigen Analyse des Handlungsbedarfs - die Kosten einer fehlgeleiteten Regulierung, die eine sinnvolle Informationsproduktion durch den Finanzintermediär Ratingagentur beschädigen, dürften potentiell hoch sein.

### **Brauchen wir Ratingagenturen? Theoretische und empirische Aspekte**

Zunächst sollte in dieser Diskussion festgehalten werden, dass Ratingagenturen eine ökonomisch wertvolle Aufgabe wahrnehmen können - ihre unabhängige Einschätzung der Bonitätsrisiken von Unternehmen und Wertpapieren kann theoretisch helfen, mit hohen (Wohlfahrts-)Kosten verbundene Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Unternehmen zu mildern.

So besagt die Theorie der Finanzintermediation, dass Ratingagenturen durch Spezialisierungsvorteile sowie Skaleneffekte des Monitorings die Reibungsverluste auf unvollkommenen Märkten reduzieren können. Unabdingbar hierfür ist, dass ihre Einschätzung des Ausfallrisikos von Unternehmen glaubhaft ist - das grundlegende und gerade in der aktuellen Diskussion durch die Subprime-Krise wieder entdeckte inhärente Anreizproblem, dass die gerateten Unternehmen die Agenturen für ihre Einschätzung selber bezahlen (mit den entsprechenden Anreizen, für ein besseres Urteil mehr zu bezahlen) ist und war schon immer der wesentliche Aspekt der entsprechenden theoretischen Modelle. Dabei kommt die Theorie durchaus zu der Einsicht, dass dieses Anreizproblem lösbar ist:

- durch den Reputationsverlust, wenn eine solche "Bestechlichkeit" vom Markt entdeckt werden würde,
- oder durch andere Kontrollmechanismen, die dafür sorgen, dass die Kosten der Überwachung und regulatorisch zielgerichteten Anreizsetzung den Intermediär ökonomisch günstiger sein lässt, als eine dezentrale, von jedem Investor (oder anderen Institutionen) durchgeführte bilaterale Überwachung.

Die Herausforderung bei einer Übertragung dieser theoretischen Erklärungen auf die Realität liegt nun gerade in der Konkretisierung dieser Kontrollmechanismen. Gerade weil die Ratingagenturen private Information (d.h. Informationen, die anderen Marktteilnehmern inkl. Regulatoren nicht zur Verfügung stehen) über Unternehmen produzieren sollten, lässt sich eine potentielle Verzerrung einzelner Ratings quasi per Definition von Dritten nicht überprüfen. Zudem kommt das Problem, dass die Ratings von Agenturen im statistischen Sinne ein Schätzer für die "wahre", unbeobachtbare Kreditqualität von Unternehmen sind, und somit selber Zufallsvariablen darstellen. Statistische Schätzfehler (d.h. Fehleinschätzungen oder die Realisation schlechter Umweltzustände) müssen dann zwangsläufig eintreten. Entsprechend scheint nur ein systematisches Backtesting einer Vielzahl von Ratings für viele Unternehmen über lange Zeiträume eine Möglichkeit darzustellen, die Unverzerrtheit von Ratings direkt zu überprüfen. Hierbei kommt erschwerend hinzu, dass Unternehmensausfälle sehr seltene Ereignisse sind, so dass die Stichprobe zur Ratingvalidierung notorisch klein ist und entsprechend statistische Aussagen (Signifikanztests) nur sehr ungenau sein können. Erst in jüngster Zeit sind hier Ideen entwickelt worden, wie diese Backtestingprobleme durch ein geschicktes empirisches Design umgangen werden können,

wobei die Grundidee im wesentlichen darin liegen dürfte, die Zahl der für eine Validierung verfügbaren informativen Ereignisse zu erhöhen.

Die theoretische Forschung kommt aber auch noch zu einer wichtigen Einsicht, die in der aktuellen Diskussion gerne übersehen wird - (zu viel) Wettbewerb kann verhindern, dass Ratingagenturen ihre Überwachungsfunktion überhaupt wahrnehmen können. Tatsächlich wurde gezeigt, dass Monopolmacht (und die damit verbundenen Monopol-Gewinne) möglicherweise überhaupt erst die wesentlichen Anreize für eine Informationsproduktion setzen. Ökonomisch ist Wettbewerb von Finanzintermediären somit ein zweischneidiges Schwert - die Monopolrenten könnten geringer werden (das Produkt Rating wird billiger), aber zugleich werden die Anreize reduziert, überhaupt Informationen (kostspielig) zu produzieren. Das ist aber gerade die Rolle eines Finanzintermediärs auf unvollkommenen Kapitalmärkten mit asymmetrischer Informationsverteilung.

Hinsichtlich der verfügbaren empirischen Evidenz über die Qualität der Rating-Services sowie der tatsächlichen Rolle von Ratingagenturen in der Finanzwirtschaft gibt es die Eingangs aufgezählten durchweg negativ zu bewertenden Erkenntnisse. Es gibt aber auch Belege für positive Effekte:

- Alleine die Größe des Rating-Marktes, die Bedeutung der drei großen Agenturen in der Investoren-Wahrnehmung sowie die durch die Subprime-Krise offensichtlich gewordene Vorgehensweise vieler institutioneller Kapitalmarktteilnehmer, ihre Kreditnehmer-Überwachung quasi an die Agenturen zu delegieren, implizieren, dass die Einschätzungen der Agenturen wichtige Informationen für Investoren und Emittenten bereitstellen.
- Ökonometrische Studien haben gezeigt, Ratingveränderungen der Agenturen, wenn sie denn stattfinden, durch ökonomisch motivierte Faktoren erklärt werden können. Zudem zeigt sich, dass bspw. Aktienkurse von Unternehmen (bzw. Unternehmenswerte) durch die Ankündigung von Ratingänderungen (insbesondere Herabstufungen) beeinflusst werden. Dies steht im Einklang mit der These, dass Ratings für den Kapitalmarkt neue und relevante Informationen beinhalten.

Um diese positiven Ergebnisse wissenschaftlicher Forschung jedoch zu relativieren, sei nochmals auf die Untersuchung von Elsas/Mielert 2009 hingewiesen, die zeigt, dass für eine Stichprobe europäischer Unternehmen die Unternehmensratings von Standard & Poor's wesentliche und fundamentale Schocks in der Kreditqualität von Unternehmen systematisch nicht oder nur sehr zeitverzögert widerspiegeln. Mit anderen Worten ist die Informationssensitivität von Agenturrating sehr niedrig - ein ernüchterndes Ergebnis.

### **Brauchen wir eine Europäische Ratingagentur?**

Ratingagenturen sind wohl unverzichtbare Institutionen moderner Finanzsysteme, ihre Ratings weisen erhebliche Defizite auf, und die Agenturen sehen sich nur sehr eingeschränktem Wettbewerb ausgesetzt. Alles dies spricht dafür, dass der Ratingmarkt für weitere Agenturen geöffnet werden und eine sinnvolle Regulierung etabliert werden sollte. Da jedoch mehr Wettbewerb auf informationsgetriebenen Märkten ein zweischneidiges Schwert ist, scheint hier zumindest ein bedachtes Handeln angebracht.

Dazu kommen historische Erfahrungen, die zeigen, dass auch ein staatlich geförderter Markteintritt sehr schwierig sein kann, aufgrund der fehlenden Akzeptanz am Kapitalmarkt, bei der die Anforderungen an die Reputation und den Bekanntheitsgrad am Markt an eine Agentur einen Markteintritt fast immer

verhinderten.<sup>2</sup> Diverse gerade durch die Politik motivierte Versuche in den letzten 10 Jahren, neue Ratingagenturen am Markt zu etablieren, sind entsprechend gescheitert - klassische Beispiele sind die deutschen Initiativen zum Anschlag von Mittelstands-Ratingagenturen oder die Rating-Initiative von Deutscher Bank, Bertelsmann u.a. Anfang der neunziger Jahre.

Selbst wenn man neue Agenturen fördern würde, bleibt des weiteren unklar, ob ein europäische Lösung angesichts der Vernetzung der internationalen Finanzmärkte (und Unternehmen) sinnvoll ist. Es wird in dieser (etwas lokalpatriotisch gefärbten) Diskussion zudem gerne übersehen, dass es schon längst eine ernst zu nehmende europäische Ratingagentur gibt - Fitch ist genau dies als Tochter der französischen Fimalac-Gruppe mit dem Aktivitätsfokus in Europa.

Angesichts der durch die Subprime-Krise offenbar gewordenen Defizite können diese Argumente jedoch nicht implizieren, dass kein Handlungsbedarf besteht. Allerdings sollten alle Maßnahmen darauf ausgerichtet sind, Marktstrukturen zu etablieren (und zu kontrollieren), welche die ökonomische Funktion von Ratingagenturen zielgerichtet bewahrt und gleichzeitig die strukturellen Defizite behebt.

Aus meiner Sicht erfordert dies eine Regulierung von Ratingagenturen, die Transparenz hinsichtlich der Geschäftsaktivitäten, Vergütungsstrukturen und der Eigenschaften des Produkts Ratings schafft. Für die notwendige Aufsicht über Ratingagenturen sind erweiterte Offenlegungspflichten gegenüber der Öffentlichkeit und Regulatoren unabdingbar (bspw. die Offenlegung des Umfangs bestehender Beratungsmandate mit Emittenten), wobei jedoch sichergestellt werden muss, dass Geschäftsgeheimnisse bewahrt werden können, und die (marktgetriebene) Evolution von Ratingmethoden auch weiterhin möglich ist. Keinesfalls sollte man deshalb den Agenturen vorschreiben *wie* sie Ratings erzeugen sollen, stattdessen sollte der Prozess der Erzeugung qualitativ geregelt, und die Eigenschaften der Ratings durch ein systematisches Backtesting überwacht werden.

Hinsichtlich der Etablierung und Förderung weiterer Agenturen folgt hieraus ein notwendiges Umdenken. Man sollte nicht einen direkten Konkurrenten schaffen, sondern vielmehr eine Institution, die einerseits das Niveau der Informationsasymmetrien am Kapitalmarkt direkt vermindert und andererseits Regulatoren ein Instrument an die Hand gibt, dass eine Überwachung und Backtesting der Eigenschaften von Agenturratings ermöglicht.

Konkret könnte man sich diese neue Agentur als eine Art Rating-TÜV vorstellen. Dieser sollte auf der Basis etablierter statistisch/quantitativer Methoden unabhängig Ausfallwahrscheinlichkeiten von Unternehmen ermitteln und veröffentlichen, die als Benchmark auf öffentlich verfügbare Informationen basiert sind. Insbesondere für börsennotierte Unternehmen (und Branchen) stehen hierfür optionspreistheoretisch fundierte Verfahren zur Verfügung (sogenannte strukturelle Modelle) die auf der Basis von Marktpreisen (Aktienkurse und CDS-Preise) und Bilanzinformationen eine Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten ermöglicht. Es gibt inzwischen viel wissenschaftliche Evidenz, dass diese Modelle hinsichtlich ihrer Prognosegüte für Unternehmensausfälle den Agenturratings deutlich überlegen sind, insbesondere weil man durch die Verwendung von Marktpreisen den wohl effektivsten Mechanismus zur Verarbeitung von Informationen heranziehen kann - den Kapitalmarkt.

Für die regulatorische Validierung der Agenturratings steht dann mit den "Kapitalmarkt-Ratings" ein mächtiger Vergleichsmaßstab zur Verfügung, mit dem die Agenturen konfrontiert werden können. El-

---

<sup>2</sup> Neben den hohen Reputationsanforderungen könnte ein anderer Grund des Scheiterns jedoch auch sein, dass - zumindest aus der Sicht von Investoren - schlicht kein Bedarf für weitere Ratingagenturen bestand (bzw. besteht).

sas/Mielert 2009 schlagen in diesem Zusammenhang des Weiteren vor, die Validierung nicht nur auf die kleine Zahl beobachtbarer Unternehmensausfälle sondern stattdessen auf unter Verwendung der Kapitalmarkt-Ratings identifizierte ökonomische Schocks in der Bonität von Unternehmen zu beziehen. Dies löst zwei wesentliche Probleme: einerseits wird die Anzahl zur Validierung verfügbarer Ereignisse drastisch erhöht (was statistische Auswertungen beim Backtesting erheblich erleichtert), andererseits werden hierdurch nur temporäre (unwesentliche) Bonitätsänderungen ausgefiltert, die ansonsten das Backtesting als uniformatives "Rauschen" erschwert hätte.

Die wesentlichen Vorteile dieses "Ratings-TÜV" liegen dann darin, dass

- ein unabhängiges Backtesting der Produktqualität von Agenturratings durch "uniformierte" Dritte (z.B. Regulatoren) ermöglicht und ökonomisch fundiert wird,
- die verfügbaren Informationen über die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Unternehmen quantitativ und qualitativ für alle Kapitalmarkt-Akteure verbessert werden,
- keine Verdrängung der privatwirtschaftlichen Ratingagenturen erfolgt, da es auch weiterhin lohnend sein wird, neue, private Informationen über Unternehmen zu produzieren,
- das Konzept sich sinnvoll in eine wirksame Regulierung des Ratingmarktes einfügt und relativ günstig umzusetzen wäre.

Die Rolle staatlicher Institutionen wäre für diesen Rating-TÜV eine Unterstützung hinsichtlich der Reputation und Marktverbreitung sicherzustellen, was bspw. durch Unabhängigkeit bei gleichzeitiger Finanzierungssicherstellung (analog etwa zum Konzept der Deutschen Bundesbank) erreicht werden könnte.

Letztlich könnte diese Institution auch als europäische Lösung sinnvoll sein, da hier keine Verdrängung marktwirtschaftlicher Institutionen angestrebt, sehr wohl jedoch eine Verbesserung der Disziplinierung von privaten Ratingagenturen ermöglicht wird.

Zusammenfassend ergibt sich, dass wir einerseits unbedingt eine ökonomisch fundierte Regulierung für Ratingagenturen brauchen, und andererseits auch eine "europäische" Ratingagentur sinnvoll erscheint - aber eben anders strukturiert, als in der Diskussion bisher vorgeschlagen wurde.