



FHP Analysen

Ratingagenturen

Verursacher oder Sündenböcke der Wirtschaftskrise?

Mag. Christoph Schmid, Mag. Andrea Untersperger

Abteilung für Finanz- und Handelspolitik (FHP)

August 2012

Impressum

Medieninhaber und Herausgeber

Wirtschaftskammer Österreich
Abteilung für Finanz- und Handelspolitik (FHP)
Dr. Ralf Kronberger

Autoren:

Mag. Christoph Schmid, Mag. Andrea Untersperger

Wiedner Hauptstraße 63, A-1045 Wien

Email: fhp@wko.at

Internet: <http://wko.at/fp>

Kurzfassung

- Ratingagenturen sind private gewinnorientierte Unternehmen, welche die zukünftige Bonität von Staaten, Unternehmen und Wertpapieren anhand von festgelegten Kriterien beurteilen. Im Idealfall werden dadurch Informationsasymmetrien am Finanzmarkt abgebaut, Kosten gesenkt und damit die gesamtstaatliche Wohlfahrt erhöht.
- Der Ratingdienstleistungsmarkt ist durch eine oligopolistische Struktur mit hohen Eintrittsbarrieren charakterisiert. Das aktuelle *Issuer Pays* Vergütungsmodell scheint Interessenskonflikte und qualitativ verbesserungswürdige Ratings zu begünstigen. Die Transparenz des Bewertungsverfahrens wird als unzureichend kritisiert und die Agenturen haften faktisch nicht für ihre Bonitätsbeurteilungen.
- Bonitätsbeurteilungen von Ratingagenturen haben grundsätzlich Auswirkungen auf die (Finanz-)Wirtschaft. Wirkung und Stärke von Ratingänderungen auf die Zinsentwicklung von Wertpapieren, Staatsanleihen, Unternehmen, etc. sind jedoch nicht homogen. D.h. Studien folgern einerseits, dass z.B. Bonitätsbeurteilungen von Staatsanleihen den Großteil der Zinsvariationen am Anleihenmarkt erklären und somit ein wichtiges Signal der Kreditwürdigkeit von Staaten darstellt; andererseits kommen Analysen zum Schluss, dass Bonitätsänderungen von Staatsanleihen erst dann vollzogen werden, wenn die Märkte bereits die geänderte Kreditwürdigkeit berücksichtigt haben.
- Betreffend die Qualität von Ratings gibt es folgende empirische Hinweise: Änderungen in der Bewertung von Finanzanlagen folgen größtenteils den Marktentwicklungen und antizipieren diese nicht. Staatsanleihen werden tendenziell zu positiv beurteilt. Änderungen von Ratings erfolgen in Krisen öfters und stärker als in wirtschaftlich stabilen Zeiten. Ratings unterschiedlicher Agenturen gleichen sich über die Zeit an. Auch scheint es möglich zu sein, dass Märkte zum Teil selektiv auf Ratingänderungen reagieren; d.h. der Finanzmarkt reagiert nur auf Abstufungen signifikant, nicht jedoch auf Aufstufungen. Bestehende Anreizprobleme, Interessenskonflikte und die vorherrschende Marktstruktur der Ratingdienstleistungen könnten Mitgründe dafür sein.
- Es gibt Indizien dafür, dass Ratingagenturen durch mangelhafte Bewertungen von strukturierten Anlagen eine Mitschuld am Ausbruch der Finanzmarktkrise hatten. Zur anschließenden europäischen Staatsschuldenkrise haben Ratings - wenn überhaupt - nur einen vernachlässigbaren Teil beigetragen. Politische Fehlentscheidungen auf nationaler sowie EU Ebene gepaart mit der institutionellen Verankerung von Ratings spielen eine weitaus bedeutungsvollere Rolle.
- Die Europäische Union versucht durch vollzogene und geplante Regulierungen in der Raterstellung bestehenden Interessenskonflikte abzubauen, eine erhöhte Transparenz zu garantieren, die Wettbewerbsbedingungen zu verbessern und eine umfassende Haftung der Agenturen für ihre Ratings durchzusetzen.
- Die Europäische Kommission hält eine nicht-staatliche europäische Ratingagentur für wünschenswert, um den globalen Wettbewerb zu intensivieren und ein Gegengewicht zu den US-amerikanischen Ratingagenturen herzustellen.
- Im Zuge eines intensivierten Wettbewerbs am Markt für Ratingdienstleistungen aufgrund einer neuen (europäischen) Ratingagentur sind jedoch mögliche negative Feedbackeffekte zu beachten. Erstens begünstigt mehr Wettbewerb *Ratingshopping*, da neue Ratingagenturen versuchen durch „bessere“ Ratings Marktanteile zu

gewinnen. Zweitens kann zu viel Wettbewerb den Anreiz kostenspielige Bonitätsbeurteilungen zu tätigen reduzieren sowie verhindern, dass Ratingagenturen ihre Überwachungsfunktion adäquat wahrnehmen können. Beide Punkte bedingen eine Qualitätsreduktion der Ratings und sind somit weitestgehend durch Regulierungen einzudämmen. Weiters ist es für eine neue Ratingagentur - aufgrund der Eintrittsbarrieren des oligopolistischen Marktes - schwer Marktakzeptanz zu erreichen.

- Auch aufgrund der beschriebenen möglichen negativen Feedbackeffekte besteht aktuell eine rege Diskussion, wie eine internationale Ratingagentur mit Hauptsitz in Europa zu gestalten ist, um sich am Ratingmarkt etablieren zu können. Vorschläge reichen von einer klassisch privatfinanzierten Ratingagentur über eine Art europäisches Rating TÜV - welcher nicht in direkter Konkurrenz zu den amerikanischen Agenturen steht - bis hin zur Festlegung von Normen für sämtliche Ratingagenturen.
- Die Bertelsmann Stiftung als auch Roland Berger Strategy Consultants haben - obwohl unterschiedliche Ansätze - jeweils Konzepte zur Einführung einer global tätigen europäischen Ratingagentur ausgearbeitet, welche die zuvor angeführten Mängel eindämmen sollen. Beide Ratingagenturmodelle verfügen über einen internationalen Fokus, stellen Transparenz und Nachvollziehbarkeit in der Raterstellung in den Mittelpunkt, lassen keine staatliche Einflussnahme zu bzw. minimieren diese und wenden sich dem *Issuer Pays* Prinzip ab. Die von Roland Berger Strategy Consultants geplante Ratingagentur haftet darüber hinaus noch bei Fehlern in der Raterstellung und wird bestenfalls im Frühjahr 2013 ihre Tätigkeit aufnehmen können.

INHALT

Kurzfassung	3
Tabellenverzeichnis	6
1 Einleitung	7
2 Bedeutung von Ratingagenturen	8
2.1 Ratingagenturen und deren ökonomische Funktion	8
2.2 Struktur des Ratingmarktes und damit verbundene Probleme	9
2.3 Auswirkungen von Ratings auf die (Finanz-) Wirtschaft	10
3 Ratingagenturen, Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise	12
3.1 Bewertung der Qualität von Staatsanleihenratings	12
3.1.1 Staatsanleihenratings und Zinsen auf Staatsanleihen	12
3.1.2 Staatsanleihenratings und volkswirtschaftliche Indikatoren	15
3.2 Ratingagenturen und die aktuelle Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise	17
4 Regulierung der Ratingagenturen in Europa und den USA	20
4.1 Regulierung vor der Finanzmarktkrise	20
4.1.1 IOSCO-Kodex	20
4.1.2 Eigenkapitalrichtlinien (Richtlinie 2006/48/EG, Richtlinie 2006/49/EG)	21
4.2 Regulierung nach der Finanzmarktkrise	21
4.2.1 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen	21
4.2.2 Vorschlag zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen und Verordnung (EU) Nr. 513/2011 vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen	21
4.2.3 Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen	22
4.2.4 Weitere aktuelle Entwicklungen	23
4.3 Regulierungen in den USA	24
5 Modelle einer neuen (europäischen) Ratingagentur	26
5.1 Herausforderungen für eine neue (europäische) Ratingagentur	26
5.1.1 Wettbewerb	26
5.1.2 Marktakzeptanz	27
5.1.3 Ratingqualität	27
5.2 Analyse der aktuellen Pläne einer neuen (europäischen) Ratingagentur	28
5.2.1 Modell der Bertelsmann Stiftung	28
5.2.2 Modell von Roland Berger Strategy Consultants	29
5.2.3 Conclusio und Umsetzungswahrscheinlichkeit der aktuellen Modelle	30
Literaturverzeichnis	31

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Relative Änderung der Zinsdifferentiale der Länder Deutschland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien 1995-2011	13
Abbildung 2: Ratingänderung der Länder Deutschland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien 1994-2011	14
Abbildung 3: Ratingänderungen vor und seit Beginn der Finanzmarktkrise für die Länder Deutschland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien	15

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Volkswirtschaftliche Indikatoren für die Länder Deutschland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien 2002, 2008 und 2010; in Prozent	16
---	----

1. EINLEITUNG

Seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 stehen Ratingagenturen unter medialer und politischer Kritik. Den Finanzintermediären wird einerseits vorgeworfen, mit falschen Bewertungen von strukturierten Anlagen am US-Subprimemarkt die Finanzkrise (mit)ausgelöst zu haben; andererseits sollen die Agenturen durch Abwertungen europäischer Staatsanleihen die aktuelle europäische Staatsschuldenkrise (gezielt) verstärkt haben. Dadurch wurden Forderungen nach stärkeren Regulierungen am Ratingdienstleistungsmarkt laut sowie die Schaffung einer Europäischen Ratingagentur als Gegengewicht zu den US-Agenturen immer vehementer diskutiert. Die Kritik an Ratingagenturen ist jedoch nichts Neues. Ihnen wurde bereits angelastet, die Asienkrise (1997/1998) sowie die Pleiten von globalen Konzernen wie Parmalat (2003) nicht vorhergesagt zu haben. Wirtschaftswissenschaftliche Analysen kommen in einigen Bereichen jedoch - hinsichtlich Rolle und Einfluss der Ratingagenturen auf das Wirtschaftsgeschehen - auf andere Ergebnisse, als dies in der öffentlichen Diskussion oftmals dargestellt wird.

Die vorliegende FHP-Analyse stellt daher den aktuellen wissenschaftlichen Stand zu Ratingagenturen dar und ist wie folgt aufgebaut. Der erste Abschnitt analysiert die grundsätzliche Bedeutung von Ratingagenturen in der globalen Wirtschaft; hierzu wird auf deren volkswirtschaftliche Funktion, die Marktstruktur von Ratingdienstleistungen und damit verbundene Probleme sowie auf die Auswirkungen der Bonitätsbeurteilungen auf die (Finanz-)Wirtschaft eingegangen. Der zweite Abschnitt untersucht in einem ersten Schritt die Qualität von Länderratings, wodurch - in einem zweiten Schritt - die Rolle der Ratingagenturen vor und während der Finanzmarkt- und Schuldenkrise analysiert werden kann. Der letzte Abschnitt widmet sich dem aktuellen Stand der getätigten sowie geplanten Ratingmarktregulierungen in der EU und den USA; weiters werden die Herausforderungen einer neuen europäischen bzw. internationalen Ratingagentur mit Hauptsitz in Europa dargestellt und aktuelle Projekte dahingehend analysiert.

2. BEDEUTUNG VON RATINGAGENTUREN

2.1. RATINGAGENTUREN UND DEREN ÖKONOMISCHE FUNKTION

Der Großteil - und insbesondere auch die bedeutendsten - Ratingagenturen sind private gewinnorientierte Unternehmen, welche die zukünftige Bonität von Staaten, Unternehmen und Wertpapieren anhand von festgelegten Kriterien beurteilen. D.h. ein Emittent wird anhand der Fähigkeit, seinen zukünftigen finanziellen Verpflichtungen termingerecht und im vollen Umfang nachzukommen, beurteilt. Zur Ergebnisdarstellung verwenden Ratingagenturen ein Bewertungssystem mit Buchstaben- und Zahlenkombinationen, welches die relative Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls gegenüber anderen Anlegeoptionen darstellt (vgl. z.B. Gleißner, Fuser 2003; Fischer, Holzkämper 2005).

Ratingagenturen finanzieren sich neben der Erstellung von beauftragten Ratings durch die jährliche Überprüfung der Bonitätsbeurteilung ihrer Kunden (Wildmoser et al. 2009; Andrieu 2010). Zusätzlich beziehen Ratingagenturen ihre Einnahmen aus Abonnements, in denen sie vorab die Ratings veröffentlichen und somit Investoren einen Informationsvorsprung anbieten (Oellinger 2005).

Durch ihre Tätigkeit können Ratingagenturen eine wertvolle ökonomische Aufgabe wahrnehmen. Eine unabhängige Bewertung (Rating) der Bonitätsrisiken von Staaten, Unternehmen und Wertpapieren kann zu einer Reduktion von Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Emittenten führen und somit wohlfahrtserhöhend wirken (Elsas 2010). Die ökonomische Theorie gesteht den Ratingagenturen diese Aufgaben grundsätzlich zu. So besagt die Prinzipal-Agent Theorie in diesem Kontext, dass Ratingagenturen sämtliche Eigenschaften besitzen, um die aus Informationsasymmetrien entstehenden Probleme zwischen Kreditgeber und -nehmer zu reduzieren (Schätzle 2010). Auch die Theorie der Finanzintermediation folgert, dass Ratingagenturen durch Spezialisierungsvorteile und Skaleneffekte in ihrem Tätigkeitsbereich die Wohlfahrtsverluste auf den Märkten reduzieren können (Harbrecht, Wieland 2010). Beide Theorien unterstreichen jedoch die Notwendigkeit und Wichtigkeit, dass die erhobenen Bewertungen von Ratingagenturen glaubhaft sind. Anreizprobleme und Interessenskonflikte, welche diese Glaubhaftigkeit mindern können, werden ebenfalls in den ökonomischen Theorien zu Ratings behandelt. Diese Anreizprobleme sind laut Elsas (2010) lösbar, wenn

1. die „Bestechlichkeit“ einer Ratingagentur vom Markt entdeckt wird und diese zu einem Reputationsverlust der Agentur führt.
2. andere Kontrollmechanismen dafür sorgen, dass die Kosten der Überwachung und regulatorischen Anreizsetzung die Ratingagenturen ökonomisch günstiger sein lässt als eine dezentrale, vom Investor durchgeführte bilaterale Überwachung.

Zusammenfassend können Ratingagenturen in einem theoretischen Umfeld wohlstandsteigernde Effekte durch den Abbau von Informationsasymmetrien generieren. Da ökonomische Theorien auf Annahmen¹ und Modelle² angewiesen sind, welche die wirtschaftliche Realität nicht zur Gänze beschreiben, können sie jedoch kein umfassendes Bild der realen Struktur des Ratingmarktes und vorhandener Ineffizienzen geben.

¹ z.B. optimales Rating, vollkommener Informationsfluss.

² z.B. Prinzipal-Agent Theorie.

2.2. STRUKTUR DES RATINGMARKTES UND DAMIT VERBUNDENE PROBLEME

Obwohl weltweit rund 150 Ratingagenturen (regional) aktiv sind, beherrschen die *Großen Drei* amerikanischen Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's sowie Fitch rund 96% des globalen Marktes³ (Tichy 2011). Somit besteht am Ratingmarkt eine oligopolistische Marktstruktur, welche durch ausgeprägte Skalen- und Verbundeffekte sowie eine geringe Möglichkeit zur Produktdifferenzierung charakterisiert ist (Harbrecht, Wieland 2010). Hohe Eintrittsbarrieren sind die Folge und ein Markteintritt nur unter großem finanziellen Aufwand möglich. Der für Ratingagenturen wichtige Reputationsaufbau ist somit schwierig und zeitintensiv (Harbrecht, Wieland 2010).

Aufgrund des am Ratingmarkt angewandten *Issuer Pays* Modells⁴ besteht die Gefahr von Interessenskonflikten und somit qualitativ minderwertigen oder nicht zweckmäßigen Ratings (vgl. z.B. Theurl, Schätzle 2011). Da Ratingagenturen gewinnorientierte Unternehmen sind, besteht während der Raterstellung einerseits die Gefahr von Zugeständnissen an den Auftraggeber mit der Zielsetzung der Kundenerhaltung. Andererseits besteht die Gefahr von kostensenkenden Maßnahmen zulasten der Ratingqualität durch nicht an die Auftragslage angepasste Ressourcen. Weiters tritt das Problem des *Ratingshoppings* auf. Ratingagenturen bewerten potentielle Neukunden tendenziell besser, um diese an die Agentur zu binden und somit langfristige Einnahmequellen zu generieren (Harbrecht, Wieland 2010).

Die Transparenz der Raterstellung ist verbesserungswürdig. Vor der Finanzkrise haben die großen Ratingagenturen weder die Kriterien noch die angewandten Methoden veröffentlicht (Tichy 2011). Seit der Finanzkrise fand ein Umdenken statt: Aktuell sind auf den Homepages der großen Ratingagenturen Informationen betreffend die Raterstellung vorhanden. Aufgrund der - insbesondere vor der Finanzkrise - fehlenden Transparenz entstand die Diskussion, ob erstellte Ratings überhaupt einen Mehrwert für den Markt generieren oder ob Ratingagenturen lediglich öffentlich verfügbare Informationen weiterverarbeiten.

Ratingagenturen haften bedingt für ihre Bonitätsbeurteilungen (Theurl, Schätzle 2011). Bei beauftragten Ratings gehen Ratingagentur und Emittent ein rechtliches Vertragsverhältnis ein, im Zuge dessen sich die Haftung der Ratingagentur gegenüber dem Auftraggeber auf das Vorliegen eines eindeutigen Missbrauchs im Zuge der Raterstellung beschränkt.

Die aktuellen Auswirkungen der Bonitätsbewertung von Ratingagenturen auf die globale Wirtschaft resultieren großteils aus der Einbindung von Ratings in regulative Rahmenwerke (Harbrecht, Wieland 2010). Beispielsweise ist die Evaluierung, ob Kapitalanlagen für die Eigenkapitalquote von US-Banken Gültigkeit haben, an Ratings geknüpft. Ebenso findet sich die Notwendigkeit von externen Ratings in der Basel II Regulierung. Auch die Europäische Zentralbank zieht Ratingergebnisse heran, um ihre Refinanzierungsquellen für Geschäftsbanken zu bewerten.

Zusammenfassend besteht auf dem aktuellen Markt für Ratingdienstleistungen eine oligopolistische Struktur mit hohen Eintrittsbarrieren. Durch das Vergütungsmodell bestehen Anreizprobleme und Interessenskonflikte für Ratingagenturen. Die Transparenz des Bewertungsverfahrens ist verbesserungswürdig und die Agenturen haften beschränkt,

³ davon Standard&Poor's: 40%, Moody's: 40%; Fitch: 16%.

⁴ Im Zuge des *Issuer Pays* Modells bezahlt der Auftraggeber die Ratingagentur, um seine Anlageoption zu bewerten.

faktisch jedoch nicht für ihre Ratings. Weiters sind die Ratings an fiskalpolitische Regularien gebunden.

2.3. AUSWIRKUNGEN VON RATINGS AUF DIE (FINANZ-) WIRTSCHAFT

Laut der Prinzipal-Agent Theorie sowie der Theorie der Finanzintermediation können Bonitätsbeurteilungen von Ratingagenturen positive volkswirtschaftliche Effekte generieren (siehe Abschnitt 2.1). Inwiefern dies - auch hinsichtlich der aktuellen Marktstruktur für Ratingdienstleistungen - auf die reale (Finanz-)Wirtschaft zutrifft wird anhand eines Literaturüberblickes dargestellt.

Grundsätzlich bestehen drei Kanäle, durch die Bonitätsbeurteilungen von Ratingagenturen auf die (Finanz-)Wirtschaft Einfluss nehmen können (Kiff et al. 2012):

1. Ratings reduzieren asymmetrische Informationen. Durch die Generierung und Verteilung von neuen - nicht am freien Markt vorhandenen - Informationen betreffend Anlagerisiken reduzieren sie Informationskosten, erweitern den potentiellen Pool an Kreditnehmer und erhöhen somit die Liquidität der Märkte. Günstigere Kredite für Investitionen sind die Folge.
2. Zusätzlich zur Informationsbereitstellung bieten Ratingagenturen Zertifizierungsdienstleistungen an. D.h. Ratings werden verwendet um Unternehmen, Staats- oder Wertpapiere in investitionswürdig und nicht-investitionswürdig zu untergliedern. Dadurch wird speziell die institutionelle Nachfrage nach monetären Mitteln - z.B. durch die Verwendung von externen Ratings in der Berechnung der Eigenkapitalausstattung von Banken nach Basel II - sowie die generelle Marktliquidität beeinflusst. Auch Investitionsentscheidungen von Unternehmen werden somit implizit beeinflusst.
3. Die Überwachung der Ratings von Emittenten und die Möglichkeit von Auf- und Abwertungen durch Agenturen bringt Sicherheit für die Anleger. Einerseits ist eine Änderung der Kreditwürdigkeit für sämtliche Marktteilnehmer unverzüglich ersichtlich. Andererseits bemüht sich der Emittent einer möglichen Abwertung des Ratings entgegenzuwirken.

Die drei Kanäle wirken wie folgt auf die (Finanz-)Wirtschaft: Der erste Kanal impliziert Marktreaktionen aufgrund einer Raterstellung. Der zweite Kanal wirkt über Marktreaktionen aufgrund von Auf- bzw. Abwertungen - insbesondere bei einer Änderung der Investitionsempfehlung - von Ratings. Der dritte Kanal verursacht Marktreaktionen aufgrund von Ratingbestätigungen aber auch von Ratingänderungen innerhalb der definierten investitionswürdigen und investitionsunwürdigen Ratingbereiche. Die Auswirkungen der Ratings über die drei Kanäle auf die (Finanz-)Wirtschaft können anhand empirischer Studien untersucht werden (vgl. Kiff et al. 2012). Zieht man die fachspezifische empirische Literatur heran kann gefolgert werden, dass Ratingagenturen grundsätzlich Auswirkungen auf die (Finanz-)Wirtschaft haben; Wirkungsrichtung und Stärke können jedoch nicht eindeutig identifiziert werden:

- Ältere Studien (Liu, Thakor 1984; Ederington et al. 1987) weisen einen grundsätzlichen Zusammenhang von Ratingänderungen und Kreditausfallversicherungskosten nach.
- Aktuellere Studien (Hand et al. 1992; Dichev, Piotrosky 2001; Hull et al. 2004; Micu et al. 2006; Norden 2008) zeigen empirisch einen Zusammenhang von Ratingänderungen auf Preisentwicklungen von Unternehmensanleihen,

Wertpapieren und Equities. Ratingänderungen werden jedoch tendenziell erst dann vollzogen, wenn bereits eine Antizipation der Märkte betreffend die Kreditwürdigkeit eines Emittenten stattgefunden hat.

- Canton und Paker (1996) legen dar, dass Änderungen der Bonitätsbeurteilung von Staatsanleihen rund 92% der gesamten Zinsvariationen am Staatsanleihenmarkt erklären. Weiters folgern die Autoren, dass es zu einer unabhängigen Beeinflussung der Marktzinsen durch Ratings kommt - obwohl Ratingagenturen ähnliche Urteile abgeben, die auch aus öffentlich verfügbaren Daten gefällt werden könnten.
- Reisen und Maltzan (1999) legen nahe, dass Ratings von Staatsanleihen ein wichtiges Signal der Kreditwürdigkeit von Staaten darstellen.
- Kaminsky und Schmuckler (2002) folgern für Entwicklungsökonomien, dass Änderungen der Bonitätsbeurteilung und -aussichten von Staatsanleihen die Finanzmärkte - und hier nicht nur die bewerteten Staatsanleihen sondern auch auf Börsen gehandelte Wertpapiere - beeinflussen.
- Ismailescu und Kazemi (2010) legen empirisch dar, dass Änderungen in den Bonitätsbeurteilungen von Staatsanleihen die Kreditausfallversicherungskosten lediglich in die positive Richtung beeinflussen; negative Bewertungsaussichten haben in der Studie keine Effekte.

Zusammenfassend kann gefolgert werden, dass Bonitätsbeurteilungen von Ratingagenturen Auswirkungen auf die (Finanz-)Wirtschaft haben. Jedoch sind die Wirkungen über die drei beschriebenen Kanäle in ihrer Stärke nicht homogen. Der Literaturüberblick empirischer Studien gibt Hinweise, dass Änderungen in der Bonitätsbewertung tendenziell erst nach ersten Marktreaktionen getätigt werden. Auch scheint es einerseits möglich zu sein, dass Märkte lediglich selektiv auf Ratingänderungen reagieren; andererseits wird den Bonitätsbeurteilungen zugestanden, über Ihnen den Großteil der Zinsvariationen am Anleihenmarkt erklären zu können. Die unterschiedlichen Ergebnisse könnten auf bestehende Anreizprobleme, Interessenskonflikte und die Marktstruktur für Ratingagenturen (siehe Abschnitt 2.2) zurückführbar sein. Es stellt sich somit die Frage nach der Qualität von Bonitätsbeurteilungen und ihre Rolle in der Finanzmarkt- und europäischen Staatsschuldenkrise.

3. RATINGAGENTUREN, FINANZMARKT- UND STAATSSCHULDENKRISE

Um die Rolle der Ratingagenturen während der Finanzmarkt- und Schuldenkrise darzustellen ist es in einem ersten Schritt notwendig, die Qualität von Staatsanleihenratings zu untersuchen. Diese Analyse ermöglicht - in einem zweiten Schritt - den Anteil der Ratingagenturen an der Finanzmarkt- und Schuldenkrise zu erörtern.

3.1 BEWERTUNG DER QUALITÄT VON STAATSANLEIHENRATINGS

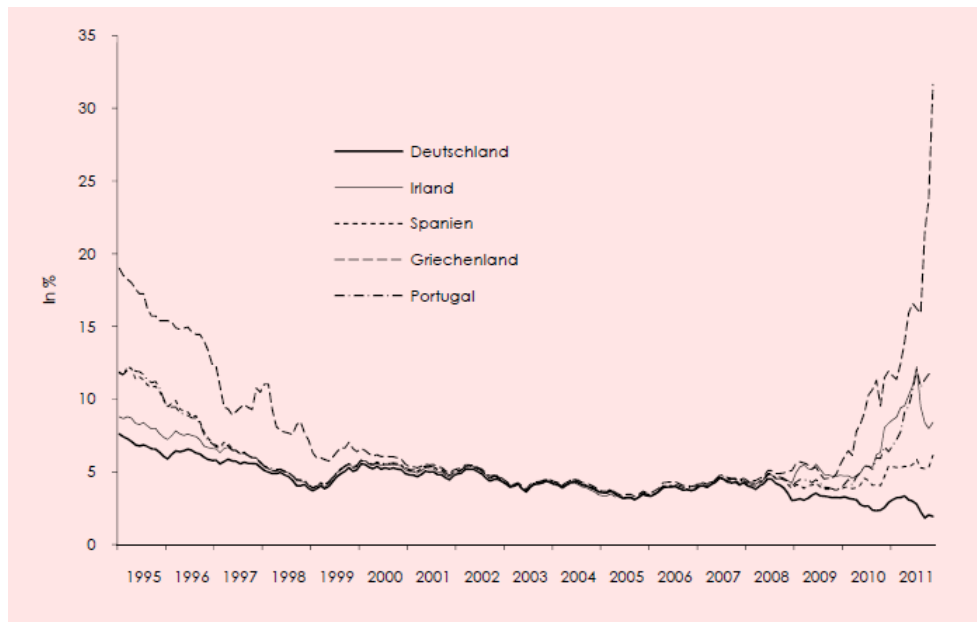
Grundsätzlich ist zu erwähnen, dass die Bewertung der Ratingqualität von Staatsanleihen schwierig ist, da es bisher unter den bewerteten Ländern nur wenige Insolvenzen gab (Url 2011). In der jüngeren Vergangenheit waren lediglich die Ukraine (1998), Pakistan und Ecuador (1999), Argentinien (2001) sowie Moldawien (2002) von einer Insolvenz betroffen, wobei alle betroffenen Länder mindestens 12 Monate vor der Pleite von den Ratingagenturen mit „Spekulativ“ bewertet wurden (Url 2011). In einer Analyse der nicht vorhergesehenen Umschuldung Mexikos (1994/1995) erwähnen Reisen und von Maltzan (1998) eine zu späte Herabstufung. Betreffend die Ratingqualität während der Asienkrise (1997/1998) üben Ferri et al. (1999) sowie Bhatia (2002) ebenfalls Kritik an der zu späten und überzogenen Herabstufung asiatischer Staatsanleihen. Der gleiche Schluss kann für die Uruguaykrise (2000-2002) gezogen werden. Weiters liegt nach Bhatia (2002) Herdenverhalten am Ratingmarkt vor; d.h. Bonitätsbewertungen werden in der Regel von allen Ratingagenturen innerhalb eines kurzen Zeitraums in dieselbe Richtung geändert.

Um Rückschlüsse auf die aktuelle Ratingqualität von Staatsanleihen zu ziehen, wird das Verhalten der Ratingagenturen vor und während der aktuellen Finanzmarkt- und europäischen Staatsschuldenkrise anhand von Url (2011) und Tichy (2011) detailliert dargestellt.

3.1.1 Staatsanleihenratings und Zinsen auf Staatsanleihen

Url (2011) untersucht die Qualität von Länderratings anhand der Entwicklung des Zinsdifferentials von Staatsanleihen mehrerer europäischer Länder (Irland, Spanien, Griechenland, Portugal) im Vergleich zu einem sicheren Vergleichsland (Deutschland) vor und seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise 2008. Wie in Abbildung 1 ersichtlich bestand bis zur Gründung der Währungsunion (2002) ein zum Teil beachtliches Zinsdifferential zwischen den untersuchten Ländern und Deutschland. Dieses ist auf die damaligen hohen Inflationsraten der vier Staaten (Irland, Spanien, Griechenland und Portugal) zurückzuführen. Durch die getätigten Sparmaßnahmen zur Erreichung der Maastricht-Kriterien sowie der damit verbundenen Einführung des Euros glichen sich die Zinsdifferenziale an und verblieben bis zur Finanzmarktkrise auf einem konstant niedrigen Niveau. Seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise und dem Übergang in die europäische Staatsschuldenkrise kann wieder eine hohe Divergenz beobachtet werden.

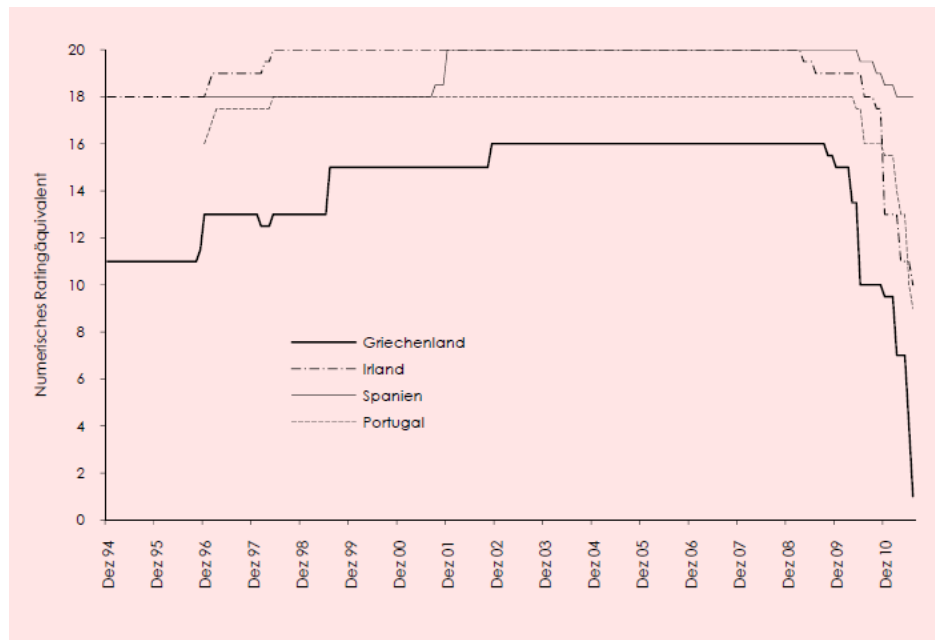
Abbildung 1: Relative Änderung der Zinsdifferenziale der Länder Deutschland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien 1995-2011



Quelle: Url (2011)

Abbildung 2 zeigt den Verlauf der Ratingentwicklung - übersetzt auf eine Skala von 1 bis 20, wobei 1 die niedrigste und 20 die höchste Bonitätsstufe darstellt - in derselben Zeitperiode für die untersuchten Länder. Es ist ersichtlich, dass sich die Bonitätsstufen von Irland, Spanien, Portugal und Griechenland zwischen 1994 und 2002 in mehreren Schritten erhöht haben und bis Anfang 2009 auf hohem Niveau verblieben sind. Als Grund nennt der Autor ebenfalls die - zumindest vorgeschriebene - Budgetdisziplin im Zuge der Euroeinführung, gepaart mit dem Politikziel der Preisstabilität der Europäischen Zentralbank (EZB). Erst nach Beginn der Finanzmarktkrise 2008 erfolgte eine zuerst moderate, dann starke Herabstufung der Länderratings ab Mitte 2009.

Abbildung 2: Ratingänderung der Länder Deutschland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien 1994-2011



Quelle: Url (2011)

Mithilfe eines adaptierten Regressionsmodells untersucht Url (2011) sowohl die Auswirkung einer Änderung der Zinsdifferenziale (Abbildung 1) auf die Länderratings (Abbildung 2) als auch die Wirkung der Änderung der Länderratings auf die Zinsdifferenziale der untersuchten Länder relativ zu Deutschland.

Die Auswirkungen der Zinsdifferentialänderung auf die Ratingänderungen fasst der Autor wie folgt zusammen:

- Es kam zu einer überproportionalen Reaktion von Ratingänderungen nach einer Ausweitung der Zinsdifferenziale. Eine z.B. 1%ige Änderung des Zinsdifferentials führte im Untersuchungszeitraum im Schnitt zu einer 1,3%igen Änderung des Länderratings.
- Je länger eine Ratinganpassung zurücklag, desto stärker fiel die Ratinganpassung aus.
- Tendenziell erfolgte eine Anpassung der Ratings in die Richtung der anderen zwei Ratingagenturen, was ein Indiz für Herdenverhalten ist.
- Ratinganpassungen wurden in Krisenzeiten öfters durchgeführt als in wirtschaftlich stabilen Zeiten.

Die Auswirkungen der Ratinganpassungen auf die Zinsdifferentialänderungen werden vom Autor wie folgt beschrieben:

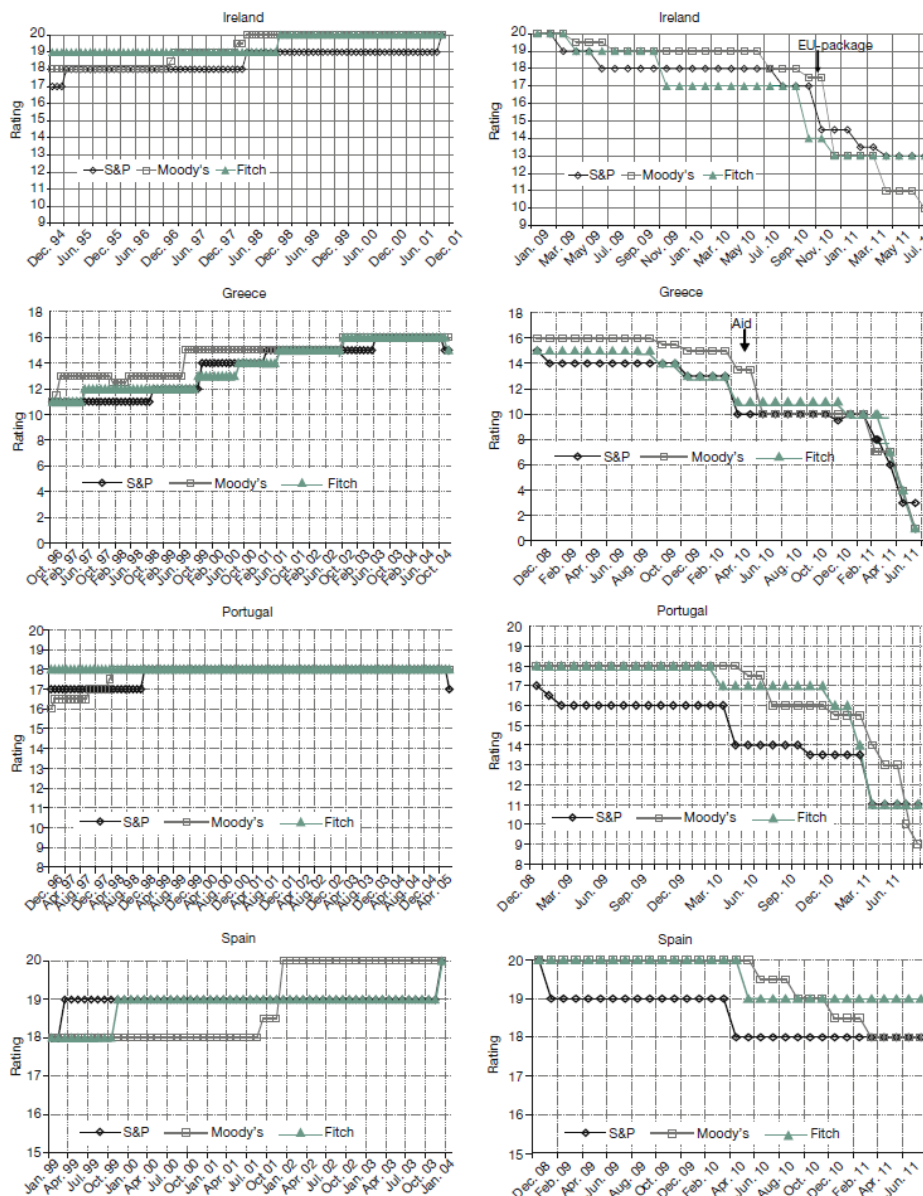
- Die Zinsdifferenziale der untersuchten Länder relativ zu Deutschland reagierten auf Ratinganpassungen.
- Die Herabstufung eines Ratings um einen Prozentpunkt hatte durchschnittlich eine Ausweitung des Zinsabstandes zu Deutschland von etwa 0,3 Prozentpunkte zur Folge.

- Eine Ratingerhöhung von einem Prozentpunkt bewirkte eine durchschnittliche Verringerung des Zinsabstandes zu Deutschland von rund 0,5 Prozentpunkte.
- Die Auswirkungen von Ratingänderungen auf die Zinsdifferenziale waren somit zu klein, um einen selbsterstärkenden Prozess ausgelöst zu haben.

3.1.2 Staatsanleihenratings und volkswirtschaftliche Indikatoren

Tichy (2011) stellt ex-post die generelle Marktentwicklung sowie die budgetären Situationen Irlands, Portugals, Spaniens und Griechenlands mit den Bonitätsbeurteilungsentwicklungen der Ratingagenturen gegenüber und leitet daraus die Qualität von Länderratings ab. Der Autor unterscheidet dabei drei Perioden der Bonitätsbeurteilungen: Die Periode von Aufwertungen in den späten 1990er und frühen 2000er Jahren; die lange Periode von stabil hohen Bewertungen bis 2009; die Periode der Abwertungen ab 2009 (Abbildung 3).

Abbildung 3: Ratingänderungen vor und seit Beginn der Finanzmarktkrise für die Länder Deutschland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien



Quelle: Tichy (2011)

Wie in Abbildung 3 ersichtlich, werteten in der ersten Periode sämtliche Ratingagenturen die vier Länder auf, bis alle - außer Griechenland - die Bestbewertung erhielten. Diese Entwicklung ist laut Tichy (2010) auf die Schaffung der Währungsunion zurückzuführen, da das Wechselkursrisiko eliminiert wurde und somit lediglich das Risiko eines Staatsbankrotts für die Euroländer bestehen blieb. Laut dem Autor war zu dieser Zeit die Bewertung für Griechenland und Portugal zu gut, da beide Länder die Kriterien um an einer gut funktionierenden Währungsunion teilnehmen zu können nicht erfüllten (Tabelle 1, Jahr 2002). Die OECD mahnte bereits 2001 höhere Reallohnflexibilität und Lohnbeschränkungen öffentlicher Angestellter in Griechenland ein und kritisierte die aus den niedrigen Kreditraten resultierende hohe private Verschuldung Portugals. 2004 ortete die OECD in beiden Ländern starke strukturelle Probleme. Bereits 2002 hatte Griechenland trotz hohen Wachstumsraten ein Budgetdefizit von 4,8% und eine Staatsverschuldung von 102% relativ zum BIP (Tabelle 1). Portugals Staatsfinanzen waren ausgeglichen, jedoch konnte man am hohen Außenhandelsdefizit Wettbewerbsnachteile identifizieren (Tabelle 1, Jahr 2002). Die restlichen zwei Länder hatten bessere Wirtschaftsindikatoren, jedoch bemängelte die OECD 2001 die geringe Produktivitätssteigerung Spaniens und empfahl gleichzeitig Reformen auf dem Arbeits- und Immobilienmarkt. Irland litt zu dieser Zeit an hohen Immobilienpreisen und allgemeinen Infrastrukturproblemen. Aus diesen Gründen folgert der Autor, dass zu dieser Zeit die Ratings der vier Länder keineswegs „existenzbedrohend“ waren, wie es zum Teil durch die öffentlichen Medien suggeriert wurde, sondern tendenziell als zu positiv gesehen werden müssen.

Tabelle 1: Volkswirtschaftliche Indikatoren für die Länder Deutschland, Griechenland, Irland, Portugal und Spanien 2002, 2008 und 2010; in Prozent

	GR			IR			P			E		
	2002	2008	2010	2002	2008	2010	2002	2008	2010	2002	2008	2010
Budget deficit/GDP	-4.8	-7.7	-13.6	-0.4	-7.3	-14.3	-2.9	-2.8	-9.4	-0.5	-4.1	-11.2
Govmt debt/GDP	102	99	144	32	44	94	54	66	94	52	40	63
Current bal./GDP	-6.5	-14.6	-11.2	-1	-5.2	-3	-7.7	-11.6	-10	-3.3	-9.7	-5.5
Household sav./GDP	.	0 ^a	.	2.4	0 ^a	.	.	0.7 ^a	.	.	3.6 ^a	.
Household debt/GDP	~80	.	~125	~75	.	~150	~80	.	~125	~80	.	.
Household overextensn ²	.	.	~55%	.	.	~25%	.	.	~45%	.	.	~30%
Interest spread ³	-0.2	-0.5	-6.7	0	0.2	-2.4	-0.1	-0.2	-1.9	0	-0.1	-0.9
Moody's	A2	A2	Ba1	Aaa	Aaa	Baa1	Aa2	Aa2	A1	Aaa	Aaa	Aa1
Rating S&P	A+	A+	BB+	AAA	AAA	A	AA	AA	A-	AAA	AAA	AA
Fitch	A	A	BBB-	AAA	AAA	BBB+	AA	AA	A+	AA+	AAA	AA+
		2002-2007	2008-2010		2002-2007	2008-2010		2002-2007	2008-2010		2002-2007	2008-2010
GDP growth		6.4	0.5		6.5	-2.2		4	-0.5		7.2	-0.5
Inflation		1.2	4.2		0.6	-2.5		0.4	-1.4		1.1	0
Unit cost		1.3	5.3 ^a		-4	-4.1 ^a		0.2	2.3 ^a		1.1	2.6 ^a
		2002 - max	max - 2010		2002 - max	max - 2010		2002 - max	max - 2010		2002 - max	max - 2010
Property prices		+35% 2008	-8%		+75% 2006	-36%		+100% 2008	-8%		+65% 2009	0%

Quelle: Tichy (2011)

In der zweiten Periode blieben die (zu) guten Bewertungen der vier Länder unangetastet, obwohl es zu einer kontinuierlichen Verschlechterung deren wirtschaftlicher Indikatoren kam (Tabelle 1, Jahr 2008). Griechenlands Budgetdefizit hatte sich 2008 im Vergleich zu 2002 mit 7,7% relativ zum BIP fast verdoppelt; das Außenhandelsdefizit stieg auf -14,6% an

und die Arbeitskosten sind im Vergleich zum EU-Schnitt überproportional gestiegen. Der Markt trug dieser Entwicklung durch eine Steigerung der Zinsdifferenz auf griechische Staatsanleihen um 0,3% relativ zum EU-Schnitt zumindest teilweise Rechnung, die Ratings blieben hingegen unverändert. Ähnliche Entwicklungen fanden in Irland und Spanien statt. In beiden Ländern stieg das Budgetdefizit wie auch das Außenhandelsdefizit relativ zu 2002 stark an (Tabelle 1, 2008). Auch in Portugal kam es in dieser Periode zu geringerem Wirtschaftswachstum und zu einer Erhöhung des Außenhandelsdefizits, jedoch nicht in einem so starken Ausmaß. Aufgrund dieser Entwicklungen zeigt sich der Autor überrascht, warum die Ratingagenturen nicht mit Abwertungen der Staatsanleihen reagierten sondern untätig blieben. Er räumt zwar ein, dass auch andere Wirtschaftsprognosen die Finanzmarktkrise nicht vorhergesagt haben, jedoch erwartet sich der Autor eine kritischere Analyse der Ratingagenturen aufgrund folgender zwei Umstände: Erstens ist es die Aufgabe von Ratingagenturen das Risiko eines möglichen Kursrückgangs stärker als z.B. wissenschaftliche Institutionen zu bewerten. Zweitens muss angenommen werden, dass Ratingagenturen durch ihre Tätigkeit ein erhöhtes Spezialwissen auf diesem Gebiet aufweisen.

Ende 2008 begann - ausgelöst durch die Finanzmarktkrise - die Abwertungsperiode in moderaten Schritten. Abwertungen um mehrere Bonitätsstufen erfolgten erst relativ spät, nämlich Anfang 2010 bzw. im Frühling 2011. Die Abwertungen von April 2010 folgten dabei der Ankündigung der EZB über die Einführung strengerer Regeln betreffend die Kreditsicherheit von Staaten und damit einhergegangener Zinssteigerungen. Auch die massive Abwertung Irlands im Sommer 2010 folgte einem starken Anstieg der Zinsen irischer Staatsanleihen. Für Spanien und Portugal treffen ähnliche Ratingmuster zu. Somit folgert der Autor, dass die Ratingagenturen auch während der Krise den Marktentwicklungen folgten anstatt ihre Bewertungen vor den Marktreaktionen zu ändern.

Zusammenfassend kann aus dem Literaturüberblick und den Studien von Url (2011) und Tichy (2011) folgende Schlussfolgerung betreffend die Qualität von Länderratings getätigt werden:

1. Staatsanleihen wurden bisher tendenziell zu positiv bewertet.
2. Abwertungen folgten großteils den Marktentwicklungen und antizipierten diese nicht.
3. Ratings der unterschiedlichen Agenturen gleichen sich über die Zeit an.
4. Änderungen von Länderbewertungen haben keine eindeutige Wirkung auf Kursänderungen von Staatsanleihen

Folglich können Ungenauigkeiten in der Bewertung von Länderratings angenommen werden. Obwohl Ratings grundsätzlich dem Problem der Prognosefehler ausgesetzt sind, liegt die Vermutung nahe, dass insbesondere aufgrund von (1) fehlender Transparenz, (2) Anreiz- und Interessenskonflikten sowie unter Umständen (3) fehlendem Wettbewerb am Ratingmarkt Verbesserungspotentiale gegeben sind.

3.2 RATINGAGENTUREN UND DIE AKTUELLE FINANZMARKT- UND STAATSSCHULDENKRISE

Die Erkenntnisse aus Abschnitt 3.1 werden verwendet, um die Rolle der Ratingagenturen während der Finanzkrise und der aktuellen europäischen Staatsschuldenkrise zu beurteilen.

Es gibt Hinweise, dass Ratingagenturen in den Jahren vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise 2008 strukturierte Finanzprodukte zu positiv bewertet haben (Tichy 2011). Dies könnte ein Mitauslöser bzw. Förderer der US Subprimekrise als Ausgangspunkt der aktuellen europäischen Staatsschuldenkrise gewesen sein.

Betreffend die Evaluierung von Staatsanleihen kann den Ratingagenturen kein fehlerhaftes Verhalten bzw. eine zu strikte Beurteilung von Ländern vorgeworfen werden. Es war eher das Gegenteil der Fall; obwohl Ratingagenturen an einer strikten Bonitätsbeurteilung interessiert hätten sein müssen, waren die Ratings - insbesondere für die sich nun in der Krise befindlichen europäischen Länder - vor und während der Finanzkrise als zu gut anzusehen. Dies kann auf das *Issuer Pays* Bezahlmodell zurückgeführt werden, welches in ruhigen wirtschaftlichen Perioden Anreize setzt den zahlenden Kunden (in dem Fall Länder) mildere Bewertungen zu geben (Stahl, Strausz 2010). Tichy (2011) betont jedoch, dass die Ratingagenturen von dieser Fehleinschätzung nicht profitiert haben. Vielmehr dürfte die zu gute Benotung auf ungenaue Prognosen aufgrund des zu geringen Verständnisses der Wirkungsketten einer Währungsunion ohne gemeinsame Fiskalpolitik zurückzuführen zu sein. Auch der mediale Vorwurf, die Ratingagenturen hätten während der aktuellen Schuldenkrise die europäischen Länder ohne Evidenz viel zu oft sowie zu stark abgestuft und somit zu einer Verstärkung der Staatsschuldenkrise beigetragen, kann nicht bestätigt werden. Im Gegenteil, die Ratingagenturen sind mit ihren Abwertungen dem Markt gefolgt; Abwertungen erfolgten für die untersuchten Länder Griechenland, Spanien, Portugal und Irland zumeist erst nach signifikant angestiegenen Marktzinsen für Staatsanleihen dieser Länder. Weiters wurde anhand empirischer Daten gezeigt, dass die Auswirkungen von Ratingänderungen auf Zinsdifferenziale von untersuchten Staatsanleihen - relativ zu einem sicheren Vergleichsland - zu klein waren, um eine selbstverstärkende Wirkung der Krise zu entfachen.

Für die Schuldenkrise müssen somit großteils andere Faktoren verantwortlich gewesen sein. Zwar wurden speziell die Staatsanleihen Griechenlands vor der Finanzmarktkrise zu gut bewertet, wodurch das Land billige Kredite generieren konnte und somit sein Wirtschaftswachstum und die Lohnsteigerungen finanzierte. Vielmehr ist das jetzige Schuldenproblem Griechenlands jedoch auf politische Fehlentscheidungen Griechenlands und der EU zurückzuführen (vgl. Tichy 2011): Erstens führten die ungerechtfertigte Teilnahme Griechenlands an der Währungsunion, nicht gelöste strukturelle Probleme sowie nationalpolitische Streitigkeiten zu höheren Schulden. Die Zinsen griechischer Staatsanleihen stiegen zudem erst signifikant an, als bekannt wurde, dass Griechenland seine Budgetstatistiken fälschte und die Verbindlichkeiten weit höher waren als zuvor angenommen. Zweitens waren die EU- und IWF-Rettungspakete für Griechenland nicht gelungen. Die Hilfsprogramme waren ein politischer Kompromiss, monetär zu gering ausgestattet und ihre Beschließung benötigte eine viel zu lange Zeit; nachdem das erste Hilfspaket beschlossen wurde, war die Schnürung eines zweiten Hilfspakets schon unausweichlich. Drittens war die Austeritätspolitik zu ambitioniert und streng, was zu den aktuell politisch instabilen Verhältnissen in Griechenland führte. Schlussendlich war der Zeithorizont für das Rettungsprogramm Griechenlands viel zu kurz angesetzt; die Annahme, dass Griechenland innerhalb eines Jahres nach Beginn des Rettungsprogrammes wieder vollen Finanzmarktzugang hätte war unrealistisch.

Neben den aufgezählten Politikfehlern hat die institutionelle Entscheidung, Bewertungen von Ratingagenturen eine regulatorische Macht zu geben, das Ausmaß der Krise gesteigert. Refinanzierungsmöglichkeiten von Zentralbanken (EZB) sowie Eigenkapitalquoten von Geschäftsbanken (Basel II, amerikanisches Recht) werden aktuell durch die privaten, gewinnorientierten Ratingagenturen bestimmt.

Zusammenfassend kann gefolgert werden, dass den Ratingagenturen durch zu positive Bewertungen von strukturierten Finanzprodukten eine mögliche Mitschuld an der Finanzmarktkrise gegeben werden kann. Zur anschließenden europäischen Staatsschuldenkrise haben ihre Ratings - wenn überhaupt - nur einen kleinen Teil beigetragen. Politische Fehlentscheidungen auf nationaler sowie auf EU-Ebene gepaart mit dem institutionellen Einsatz von Ratings hatten mit Sicherheit eine weitaus bedeutungsvollere Rolle.

4. REGULIERUNG DER RATINGAGENTUREN IN EUROPA UND DEN USA

Obwohl - wie in Abschnitt 3.2 gezeigt - die Ratingagenturen zur aktuellen europäischen Schuldenkrise lediglich marginal beigetragen haben, waren sie wahrscheinlich Mitauslöser der Finanzmarktkrise im Jahr 2008. Dieser Umstand, sowie die unter Umständen qualitativ verbesserungswürdigen Ratings haben zu medialer, politischer sowie wissenschaftlicher Kritik an Ratingagenturen geführt. Die massivsten Kritikpunkte sind:

1. Fehlende Transparenz im Erstellungsprozess der Ratings.
2. Das *Issuer Pays* Bezahlmodell und damit verbundene negative Anreize.
3. Mangelnder Wettbewerb und die Dominanz von US-Ratingagenturen.
4. Haftungsausschluss der Ratingagenturen.

Folglich wird dargestellt welche politischen Regulierungen seit der Finanzmarktkrise 2008 im Bereich der Ratingagenturen geplant bzw. vollzogen wurden.

4.1 REGULIERUNG VOR DER FINANZMARKTKRISE

Erste Ansätze zur Regulierung von Ratingagenturen auf EU-Ebene gab es schon vor der Finanzkrise. 2002 forderte der Rat der Finanz- und Wirtschaftsminister (ECOFIN) eine Untersuchung der Tätigkeit von Ratingagenturen. Im Jahr 2004 verabschiedete das Europäische Parlament einen Initiativ-Bericht, in dem es die Kommission aufforderte, die Notwendigkeit eines Regulierungsmechanismus zu prüfen. Dazu legte auch die Europäische Wertpapierregulierungsbehörde (CESR) im März 2005 der Kommission Empfehlungen vor. Im Jänner 2006 veröffentlichte die Kommission eine Mitteilung, dass derzeit keine neuen Rechtsinitiativen gesetzt werden. Der IOSCO-Kodex sowie die Richtlinien für Finanzdienstleistungen (insbesondere die Eigenkapitalrichtlinien), die mittelbar oder unmittelbar auch Anwendung auf Ratingagenturen finden, wurden damals als ausreichend erachtet. (vgl. Becker 2010, Springub 2010, Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands 2010)

4.1.1 IOSCO-Kodex

Im Dezember 2004 wurde von der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) der „Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies“, ein Verhaltenskodex für Ratingagenturen, veröffentlicht. Es handelt sich dabei um eine freiwillige Selbstverpflichtung. Die IOSCO sieht in ihrem Kodex und in ihren Grundsätzen Mindestanforderungen für das Verhalten von Ratingagenturen vor. Ob der Kodex eingehalten wird, wird vom Ausschuss der CESR überwacht. Sie hat der Europäischen Union jährlich einen Bericht darüber zu erstatten. Der erste Bericht wurde bereits 2007 mit der Feststellung, dass der Kodex im Großen und Ganzen eingehalten wird, veröffentlicht. (vgl. CESR 2007, Springub 2010)

4.1.2 Eigenkapitalrichtlinien (Richtlinie 2006/48/EG, Richtlinie 2006/49/EG)

Erste gesetzliche Anforderungen gab es durch die Eigenkapitalrichtlinien, welche aus der Umsetzung von Basel II⁵ entstanden sind. Es handelt sich um Eigenkapitalvorschriften, die vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht gefordert werden. Bei der Bestimmung der Risikogewichte im Standardansatz können Banken externe Ratings einsetzen. Diese können aber nur dann verwendet werden, wenn die Ratingagentur von der nationalen Bankenaufsicht als External Credit Assessment Institution (ECAI) anerkannt ist. Für die Anerkennung hat der Ausschuss der Europäischen Bankaufsichtsbehörden (CEBS)⁶ unverbindliche Leitlinien veröffentlicht. Dadurch soll die einheitliche Umsetzung und Anwendung des Gemeinschaftsrechts gefördert und überwacht werden (vgl. Europäisches Parlament 2006a und 2006b, Österreichische Finanzmarktaufsicht 2012).

4.2 REGULIERUNG NACH DER FINANZMARKTKRISE

Mit Ausbruch der Finanzmarktkrise und der vermeintlichen Rolle der Ratingagenturen während der Krise kam der Gesetzgebungsprozess in Schwung.

4.2.1 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen

2008 wurden zwei Konsultationen zu Ratingagenturen eingeleitet. Dabei ging es insbesondere um Zulassungsbedingungen, Tätigkeit und Überwachung von Agenturen. Im November 2008 wurde von der Kommission ein Entwurf für eine Verordnung veröffentlicht, am 7. Dezember 2009 trat die Rating-Verordnung in Kraft (vgl. Europäische Kommission 2009). Zu den Hauptelementen zählen die Registrierung von Ratingagenturen, Verhaltensregeln für registrierte Ratingagenturen und deren Überwachung.

- Ratingagenturen müssen sich registrieren lassen. Dafür sind nationale Behörden und die CESR zuständig.
- Ratings für strukturierte Finanzprodukte (in der Regel Kreditverbriefungen) müssen als Hinweis auf die Eigenheit des Produktes besonders gekennzeichnet werden.
- Zur Gewährleistung der Unabhängigkeit muss eine bestimmte Anzahl an unabhängigen Vorstandsmitgliedern bestellt werden.
- Um Interessenkonflikte zu vermeiden wurde eine verpflichtende Rotation der Mitarbeiter eingeführt (max. Verweildauer sieben Jahre) und die Erbringung von Beratungsdienstleistungen verboten.
- Den Ratings zugrundeliegende Annahmen, Methoden und Modelle müssen veröffentlicht und Änderungen bekannt gegeben werden. Zudem ist jährlich ein Transparenzbericht zu veröffentlichen.

4.2.2 Vorschlag zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen und Verordnung (EU) Nr. 513/2011 vom

⁵ Ab 2013 soll Basel III schrittweise in Kraft treten. Dabei handelt es sich um eine im Dezember 2010 beschlossene Änderungen der internationalen bankaufsichtlichen Anforderungen. Im Juli 2011 veröffentlichte die Europäische Kommission einen legislativen Vorschlag, welcher die Eigenkapitalrichtlinien durch eine Richtlinie („Capital Requirements Directive - CRD IV“) und eine Verordnung („Capital Requirements Regulation - CRR I“) ersetzen soll.

⁶ Die CEBS ist 2011 in der Europäischen Bankaufsichtsbehörde (EBA) aufgegangen.

11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen

Im Juni 2010 wurde von der Kommission ein Vorschlag zur Änderung der Rating-Verordnung mit dem Ziel der zentralisierten Beaufsichtigung von Ratingagenturen und größerer Transparenz im Hinblick auf die Auftraggeber der Ratings vorgelegt (vgl. Europäische Kommission 2010). Die Änderung trat im Dezember 2010 in Kraft. Neben Regelungen betreffend den Informationszugang um die Aufsicht zu verbessern, den Wettbewerb zu beleben und den Anlegerschutz zu stärken, wurden der neu geschaffenen Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) exklusive Befugnisse zur Beaufsichtigung eingeräumt. Nach weiteren Konsultationen, die im November 2010 von der Kommission eingeleitet wurden, wurde die Verordnung im Mai 2011 novelliert (vgl. Europäisches Parlament 2011a). Die ESMA ist seit Juli 2011 für die Registrierung, Überwachung und den Entzug von Registrierungen zuständig. Zurzeit sind 29 Ratingagenturen registriert⁷ (European Securities and Markets Authority 2012).

4.2.3 Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen

Im Juni 2011 wurde der Kommission die „Entschließung des Europäischen Parlaments vom 8. Juni 2011 zu den Zukunftsperspektiven der Ratingagenturen“ vorgelegt. Darin wird die Schaffung einer unabhängigen europäischen Ratingagentur gefordert, Interessenkonflikte sollen verringert, Offenlegungspflichten verstärkt und die Möglichkeit einer zivilrechtlichen Haftung der Ratingagenturen geprüft werden, sowie die ESMA größere Kompetenzen erhalten (vgl. Europäisches Parlament 2011b).

Am 15. November 2011 folgte ein Vorschlag der Kommission zur Überarbeitung des Regulierungsrahmens für Ratingagenturen, der vier Hauptziele für eine Richtlinie und eine Verordnung enthielt (vgl. Europäische Kommission 2011a und 2011b):

- Finanzinstitute sollen sich nicht blind auf Ratings stützen. Es soll eine allgemeine Pflicht für Anleger eingeführt werden, eigene Bewertungen vorzunehmen. Dazu müssen sowohl Ratingagenturen als auch die bewerteten Unternehmen umfassendere und bessere Basisinformationen zu den Ratings vorlegen. Beispielsweise müssen Ratingagenturen ihre Ratings der ESMA mitteilen, welche dann im frei zugänglichen Europäischen Ratingindex (EURIX) veröffentlicht werden. Weiters müssen Ratingagenturen Emittenten und Anleger zu geplanten Änderungen an ihren Ratingmethoden konsultieren und erst wenn die ESMA diese genehmigt hat, dürfen sie angewendet werden.
- Transparentere und häufigere Länderratings. Länderratings sollen transparenter werden und die Kreditwürdigkeit der Mitgliedstaaten alle sechs Monate bewertet werden (bisher alle zwölf Monate). Anleger und Mitgliedstaaten werden über die zugrundeliegenden Fakten und Annahmen informiert.
- Mehr Vielfalt und strikte Unabhängigkeit zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Emittenten müssen alle drei Jahre die sie bewertende Agentur wechseln. In dieser Zeit dürfen von der Ratingagentur insgesamt höchstens zehn Finanzinstrumente des Emittenten bewertet werden. Für Ratings bis zum Ende des ersten Vertragsjahres ist die Zahl aber nicht eingeschränkt, damit der Tätigkeitszeitraum nicht auf weniger als ein Jahr verkürzt werden kann. Sollten Verträge mit mehreren Agenturen geschlossen worden sein, gelten die Bestimmungen nur für eine davon.

⁷ Stand: 6. Jänner 2012

Insgesamt dürfen die vertraglichen Beziehungen jedoch zu keiner der Agenturen länger als sechs Jahre dauern. Ein neuer Vertrag darf erst vier Jahre nach Ablauf der Höchstlaufzeit („angemessener Abkühlungszeitraum“) abgeschlossen werden. Wenn eine Agentur nach der Höchstlaufzeit durch eine andere ersetzt wird, muss diese einen Übergabebericht mit allen Informationen, die erforderlich sind, um die bisherigen Ratings vergleichbar zu machen, zur Verfügung stellen.

Für komplexe strukturierte Finanzinstrumente sind eigene und unabhängige Bewertungen von mindestens zwei Ratingagenturen erforderlich. Auch dürfen Mitglieder oder Anteilseigner, die eine Beteiligung in Höhe von mindestens 5% an einer Ratingagentur halten, nicht gleichzeitig 5% oder mehr an einer anderen Agentur halten (Ausnahme: Agentur gehört zur selben Gruppe).

- Umfassendere Haftung der Ratingagenturen für die erstellten Ratings. Ratingagenturen haften für die von ihnen erstellten Ratings, wenn sie vorsätzlich oder grob fahrlässig gegen die Verordnung verstoßen, für den Schaden, der einem Anleger dadurch entstanden ist, dass er auf diese Ratings vertraut hat. Der zivilrechtliche Anspruch kann vor dem mitgliedstaatlichen Gericht geltend gemacht werden.

Die Verhandlungen sind bis dato noch nicht abgeschlossen. Zuletzt fand am 19. Juni 2012 eine Abstimmung im Ausschuss für Wirtschaft und Währung (ECON) statt. Im nächsten Schritt werden Verhandlungen mit den Mitgliedstaaten aufgenommen um eine Einigung zu erzielen.

4.2.4 Weitere aktuelle Entwicklungen

4.2.4.1 *Gebührenfinanzierte Überwachung*

Am 1. April 2012 ist die Delegierte Verordnung (EU) Nr. 272/2012 in Kraft getreten (vgl. Europäische Kommission 2012a und 2012b). Diese ermöglicht der ESMA Gebühren für die Überwachung der Agenturen zu erheben. Damit wird zum ersten Mal ein Teil der Arbeit einer europäischen Finanzaufsicht durch private Gelder finanziert. Durch die Gebühren sollen sämtliche Kosten, die für die Zulassung und Überwachung der Ratingagenturen entstanden sind, abgedeckt werden. Es wird geregelt wofür die Gebühren fällig sind, auf welche Art sie berechnet werden und wie sie gezahlt werden müssen. Hintergrund für die Einführung ist die Gewährleistung der Unabhängigkeit der ESMA und die Verhinderung einer Belastung des EU-Haushaltes.

4.2.4.2 *Privatfinanzierte europäische Ratingagentur*

EU-Binnenmarktkommissar Michel Barnier hat in einer dpa-Aussendung im April 2012 öffentlich mitgeteilt, dass eine europäische öffentliche Ratingagentur keine praktikable Option sei (Focus 2012a). Dies würde nur zu neuen Interessenkonflikten führen, die Agentur keine ausreichende Glaubwürdigkeit an den Finanzmärkten haben und zudem keine ausreichenden finanziellen Mittel vorhanden sein. Für wünschenswert wird eine europäische Ratingagentur trotzdem weiterhin gehalten - jedoch auf privater Initiative. Der Markt für Ratingagenturen sei zu konzentriert, mehr Wettbewerb und Vielfalt von Vorteil. Auch aus diesem Grund seien im Vorschlag vom 15. November 2011 stärkere Kontrollen gefordert worden.

4.2.4.3 *Technische Regulierungsstandards*

Am 30. Mai 2012 wurden vier Delegierte Verordnungen veröffentlicht, die zum ersten Mal technische Regulierungsstandards für Ratingagenturen festsetzen (vgl. Europäische Kommission 2012c bis 2012f). Sie regeln

- Informationen, die die Ratingagenturen im Registrierungsverfahren der ESMA zur Verfügung stellen müssen;
- Vorgaben zur Präsentation der Informationen, die die Ratingagenturen in einen zentralen Datenspeicher (CEREP) einstellen müssen, damit Investoren die Leistung verschiedener Agenturen miteinander vergleichen können;
- wie die ESMA Ratingmethoden bewerten soll und
- Inhalt, Format und Zeitintervalle für die Übermittlung der Daten an die ESMA.

Die Verordnungen wurden von der ESMA entwickelt und wurden am 21. März 2012 von der Kommission verabschiedet. Es sollen damit gleiche Wettbewerbsbedingungen, Transparenz und allgemeiner Verbraucherschutz sichergestellt und zur Entwicklung eines einheitlichen Regelwerks für Finanzdienstleistungen in der EU beigetragen werden.

4.3 REGULIERUNGEN IN DEN USA

Regulierungen für Ratingagenturen gab es in den USA schon früher als in Europa. Bereits seit dem Glass Steagall-Act 1933, mit dem das Trennbankensystem eingeführt wurde, nehmen Regulierungsbehörden Bezug auf die Ergebnisse privater Ratingagenturen. 1975 wurde das Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)-System eingeführt, welches bestimmte, dass sich Ratingagenturen genehmigen lassen mussten (vgl. Springub 2010).

Im Jahr 2006 wurde der Credit Rating Agency Reform Act beschlossen, durch den das bestehende System reformiert wurde. Seither müssen sich die Ratingagenturen unter strengeren Kriterien bei der Securities and Exchange Commission (SEC) in Washington als NRSRO registrieren lassen. Der SEC wurde auch die Kompetenz zur Regulierung der internen Prozesse der NRSROs im Hinblick auf Interessenkonflikte übertragen.

Im Juli 2010 wurde der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act, DFA) verabschiedet. Es ist die ambitionierteste Maßnahme zur Regulierung der Finanzmärkte seit der Krise in den 1930ern. Dabei handelt es sich um einen gesetzlichen Rahmen für ein neues System der Regulierung, das noch weiterer Durchführungsmaßnahmen und regulatorischer Details bedarf. Der DFA erteilt über 350 Mandate (darunter ca. 100 für die SEC) zur Ausarbeitung von Regeln, durch deren Hilfe das Gesetz in den kommenden Jahren von einzelnen Regierungsbehörden umgesetzt werden soll. Es werden operationelle Standards gesetzt, wie z.B. Behandlung und Verringerung von Interessenkonflikten, Förderung der Unabhängigkeit von Analysten, verbesserte Regeln zu Haftung und Offenlegungspflichten. Bis Juli 2012 sollen außerdem zahlreiche gesetzliche Bezüge auf Ratings aus den Bundesgesetzen gestrichen werden, damit das übermäßige Vertrauen auf Ratingagenturen vermindert werden kann. Es sollen alternative Zulassungskriterien für Wertpapiere und Finanzprodukte entwickelt werden.

Mit dem DFA wurde außerdem das SEC Office of Credit Ratings gegründet. Dieses ist zuständig für die jährliche Überprüfung der NRSROs und anschließender Veröffentlichung eines Berichts, sowie für die Verhängung von Strafen bei Verletzung der Bestimmungen. Weiters wurden die SEC sowie das General Accounting Office (GAO) mit einer Reihe von Studien, unter anderem betreffend die Unabhängigkeit von Ratingagenturen und Möglichkeiten zur Beseitigung von Interessenkonflikten, beauftragt. Diese könnten in weiteren Empfehlungen für Gesetzesmaßnahmen resultieren. Für die Umsetzung in Vorschriften räumt der DFA teilweise einen großen Spielraum ein. Dies führt noch so lange zu Unsicherheiten über Geltungsbereich, Härte und Form der künftigen Regeln, bis sie

endgültig verabschiedet werden. Zudem kann es Jahre dauern, bis der DFA gänzlich umgesetzt und seine Bestimmungen wirksam werden. (vgl. Gorman 2010, Kren 2010, PricewaterhouseCoopers 2010)

5 MODELLE EINER NEUEN (EUROPÄISCHEN) RATINGAGENTUR

Durch die aktuellen Regulierungen und Regulierungsvorschläge der Europäischen Union (siehe Abschnitt 4.1.2) wird versucht den Kritikpunkten fehlende Transparenz und Haftungsausschluss Rechnung zu tragen sowie die Wettbewerbsbedingungen zu verbessern. Weiters wird eine privatfinanzierte europäische Ratingagentur nicht nur von der Europäischen Kommission sondern auch von der Wirtschaft als wünschenswert erachtet. Im Speziellen soll dadurch die Dominanz der amerikanischen Ratingagenturen durchbrochen werden und mehr Wettbewerb entstehen. Gegebenenfalls könnte durch eine alternative Finanzierungsart auch den Anreizproblemen des *Issuer Pays* Ansatzes Rechnung getragen werden.

5.1 HERAUSFORDERUNGEN FÜR EINE NEUE (EUROPÄISCHE) RATINGAGENTUR

Es ist grundsätzlich zu erwähnen, dass der Dienstleistungsmarkt von Ratings durch seine oligopolistische Struktur hohe Eintrittsbarrieren aufweist (siehe Abschnitt 2.2). Aufgrund der Skalen- und Spezialisierungseffekte sowie einer geringen Möglichkeit von Produktdifferenzierung ist der benötigte Reputationsaufbau, damit eine neue Ratingagentur Marktakzeptanz erreicht, laut Habrecht und Wieland (2010) mit hohen finanziellen Kosten verbunden. Aus diesen Gründen werden die Voraussetzungen, Auswirkungen und mögliche Probleme einer europäischen Ratingagentur betreffend

1. den Wettbewerb des Ratingmarktes,
2. die Marktakzeptanz sowie
3. den Mehrwert hinsichtlich der Qualität von Ratings

anhand von Habrecht und Wieland (2010), Elsas (2010) und Schneck (2010) - ergänzt durch aktuelle Entwicklungen in der europäischen Gesetzgebung - dargestellt.

5.1.1 Wettbewerb

Habrecht und Wieland (2010) merken an, dass die Auswirkungen eines intensivierten Wettbewerbs auf den Ratingmarkt durch die Schaffung einer Europäischen Ratingagentur genau betrachtet werden muss. Einerseits ist mehr Wettbewerb zu begrüßen, da die drei führenden Ratingagenturen ihren (Oligopol-)Gewinn vor der Finanzmarktkrise großteils durch Bewertungen und bewertungsnahe Beratungsdienstleistungen im Bereich der strukturierten Finanzdienstleistungen generiert haben; genau bei jenen Bewertungen, denen nachträglich Qualitätsmängel attestiert wurden und die als möglicher Mitauslöser der Finanzmarktkrise gelten. Ein breiteres Spektrum an Bonitätsbeurteilungen und -methoden könnte hilfreich sein, um potentielle Fehlentwicklungen früher zu erkennen. Mehr Wettbewerb begünstigt laut den Autoren jedoch *Ratingshopping*, da neue Anbieter versuchen durch „bessere“ Ratings Marktanteile zu gewinnen. Unterstützt wird diese Entwicklung durch den Umstand, dass sich Kunden - bevor sie ihr Rating veröffentlichen lassen - vorläufige Bewertungen zukommen lassen. Mit zunehmendem Wettbewerb fordern die Autoren daher regulatorische Maßnahmen gegen *Ratingshopping* zu setzen. Kommt es zu der Umsetzung des Vorschlages des Europäischen Parlaments aus Abschnitt 4.1.2.3 wird

den Bedenken von Habrecht und Wieland (2010) betreffend *Ratingshopping* Rechnung getragen.

Auch Elsas (2010) ist der Meinung, dass ein intensivierter Wettbewerb aufgrund einer neuen europäischen Ratingagentur mit regulativen Maßnahmen einhergehen muss. Einerseits kann ein intensiverer Wettbewerb zu geringeren Oligopolrenten führen und zusätzliche Informationen zu den großen drei Ratingagenturen generieren. Andererseits kann zu viel Wettbewerb den Anreiz kostenspielige Bewertungen zu tätigen reduzieren sowie verhindern, dass Ratingagenturen ihre Überwachungsfunktion wahrnehmen können.

5.1.2 Marktakzeptanz

Marktakzeptanz kann laut Habrecht und Wieland (2010) nur dann erreicht werden, wenn jeglicher Verdacht einer staatlichen Einflussnahme auf eine europäische Ratingagentur ausgeräumt werden kann. Einer staatsnahen Agentur würde kein Vertrauen entgegengebracht werden, z.B. steigende Fiskaldefizite von beteiligten Staaten angemessen zu beurteilen. Eine europäische Ratingagentur muss sich daher ohne gezieltes staatliches Eingreifen am Markt durchsetzen können. Eine von den Autoren vorgeschlagene Möglichkeit wäre ein Zusammenschluss großer Investoren, die die Ratingagentur finanzieren. Ein solches Finanzierungsmodell würde die vom *Issuer Pays* Ansatz verursachten Interessenskonflikte beseitigen. Jedoch muss dadurch ein Trittbrettfahrerproblem in Kauf genommen werden, wenn die Ratings weiterhin der Allgemeinheit zugänglich sein sollte. Hier müsste man ebenfalls regulatorische Maßnahmen - ähnlich jener zur Eindämmung des *Ratingshoppings* - setzen.

Elsas (2010) sieht ebenfalls das Problem der Marktakzeptanz einer Ratingagentur mit europäischem Fokus in Verbindung mit der oligopolistischen Marktstruktur und hebt das Scheitern mehrere politischer Versuche⁸ der letzten zehn Jahre hervor. Der Autor fragt sich, ob eine Ratingagentur mit ausschließlich europäischem Fokus angesichts der Vernetzung der internationalen Finanzmärkte und Unternehmen überhaupt sinnvoll ist. Elsas (2010) folgert daher, dass eine europäische Institution geschaffen werden sollte, die einerseits die Informationsasymmetrien am Kapitalmarkt direkt verringert und andererseits Regulierungsbehörden ein Instrument zur Verfügung stellt, das eine Überwachung und Backtesting von Agenturratings ermöglicht. Konkret schlägt der Autor eine Art transparentes „Rating-TÜV“ vor, welches auf Basis wissenschaftlich etablierter statistischer und quantitativer Methoden unabhängig Ausfallwahrscheinlichkeiten von Unternehmen und Staaten ermittelt. Bei offengelegten, transparenten und konstant angewendeten Methoden entfällt laut dem Autor das Problem der öffentlichen Finanzierung und die europäische Institution würde nicht in Konkurrenz mit den privatwirtschaftlichen Ratingagenturen stehen.

5.1.3 Ratingqualität

Eine Qualitätsverbesserung der Ratings betreffend die Stabilität des Finanzsystems ist laut Habrecht und Wieland (2010) aufgrund einer europäischen Ratingagentur tendenziell nicht zu erwarten. Um die künftige Finanzstabilität zu verbessern ist laut den Autoren eine Reduzierung der zum Teil automatisierten Verknüpfung von Regeln und Regulierungen mit den Einschätzungen der Ratingagenturen essentiell.

Zieht man die Ausführungen von Elsas (2010) heran, könnte die Qualität von Ratings durch ein europäisches „Rating-TÜV“ qualitativ verbessert werden, da die Ratings privater

⁸ z.B. Ratingagenturinitiative der Deutschen Bank und Bertelsmann

Agenturen anhand von wissenschaftlich fundierten und transparenten Daten und Methoden evaluiert werden und somit eine - von privatwirtschaftlichen Interessen unabhängige - Darstellung von Ausfallwahrscheinlichkeiten liefern. Darüber hinaus empfiehlt der Autor auch eine Offenlegungspflicht der privaten Ratingagenturen gegenüber der Öffentlichkeit betreffend Geschäftsaktivitäten und Vergütungsstrukturen. Auf letztere Empfehlungen wird durch den Vorschlag der Europäischen Kommission vom 15. November 2011 (Abschnitt 4.1.2.3) explizit eingegangen; dieser verlangt verstärkte Offenlegungspflichten und eine umfassende Haftung der Ratingagenturen für ihre Bewertungen. Zudem ist die ESMA seit Juli 2011 für die Überwachung von Ratingagenturen verantwortlich.

Schneck (2010) wählt einen anderen Ansatz und legt dar, dass es nicht unbedingt notwendig ist eine europäische Ratingagentur zu gründen, um die Qualität auf dem Ratingdienstleistungsmarkt zu erhöhen. Vielmehr ist es laut dem Autor notwendig, Mindeststandards im Ratingprozess zu definieren. Nach der Finanzmarktkrise wurden bereits einige Gesetzesinitiativen auf europäischer Ebene erlassen, welche auf diese Forderung eingehen (Abschnitt 4.1.2); insbesondere werden in diesen Gesetzesvorschlägen Mindeststandards von Ratings festgelegt und deren Überwachung geregelt sowie Offenlegungspflichten von Ratingagenturen eingefordert. Anhand einer dadurch erlangten standardisierten Qualitätsnorm von Ratings können sich die Anleger darauf verlassen, dass der angewandte Prozess valide und zuverlässig ist. Die Fragen zur Organisation, Größe, Internationalität und Marktstruktur stellen sich dadurch laut dem Autor nicht mehr, da der Fokus auf Validität, Reliabilität und Objektivität der Ratingprozesse gelegt wird und nicht nach Aufsicht und Organisation. Weiters wäre es laut dem Autor wünschenswert, dass Bonitätsbeurteilungen einheitliche und standardisierte Aussagen vermitteln und nicht in aufwändigen Umrechnungstabellen von Agentur zu Agentur vergleichbar gemacht werden müssen.

Zusammenfassend kann daher gefolgert werden, dass - wenn die bestehenden Gesetzesvorschläge der Europäischen Kommission und des Europäischen Parlamentes umgesetzt werden - es ein gesetzliches Rahmenwerk gibt, in dem sich eine neue (europäische) Ratingagentur grundsätzlich etablieren kann. Den Gefahren eines intensivierten Wettbewerbs wie z.B. *Ratingshopping* oder mögliche Qualitätsverschlechterungen im Ratingprozess wird versucht Rechnung zu tragen. Folgende Herausforderungen muss eine neue (europäische) Ratingagentur jedoch überwinden, um Marktakzeptanz zu erreichen und somit positive volkswirtschaftliche (Informations-) Effekte zu generieren:

1. Keine staatlichen Einflussmöglichkeiten.
2. Globaler, nicht nur europäischer Fokus.
3. Verwendung von wissenschaftlich fundierten und transparenten Daten bzw. Methoden.
4. Abkehr vom *Issuer Pay* Ansatz von Vorteil.

5.2 ANALYSE DER AKTUELLEN PLÄNE EINER NEUEN (EUROPÄISCHEN) RATINGAGENTUR

5.2.1 Modell der Bertelsmann Stiftung

Die Bertelsmann Stiftung hat im April 2012 einen Entwurf zur Gründung einer neuen Internationalen Non-Profit Ratingagentur (INCRA) mit Hauptsitz in Europa vorgelegt (vgl.

Bertelsmann Stiftung 2012). Weitere Standpunkte sind in den USA, Lateinamerika und Asien vorgesehen.

Ziel des Projektes ist es, dem Finanzmarkt - erstens - eine alternative Institution zu den profitorientierten Ratingagenturen zu geben. Zweitens will die neue Ratingagentur transparente Methoden und umfassendere Indikatoren verwenden, um die Vorhersage der finanziellen Entwicklung von Staaten zu verbessern. Die Ratingagentur soll nur Bewertungen von Staatsanleihen durchführen.

Die notwendige Finanzierung von 400 Millionen Dollar soll durch eine gemeinsame Kapitalausstattung von Regierungen, Konzernen, Non-Profit Organisationen, Stiftungen und privaten Spenden gesichert werden und verzichtet somit auf das bisher gängige *Issuer Pays* Prinzip. Die Inkludierung eines Stakeholder-Rates in die Organisationsstruktur, welcher die Einflussnahme von Geldgebern im operativen Tagesgeschäft verhindert, minimiert dabei potentielle Interessenskonflikte.

Um die Kreditwürdigkeit von Ländern in einer - im Vergleich zu den privatorganisierten Agenturen - besseren Qualität zu beurteilen, sollen umfangreichere Indikatoren verwendet werden. Aus diesem Grund basieren die ausschließlich nichtbeauftragten Länderratings auf festgelegten und transparenten makroökonomischen Variablen, die den Ist-Zustand der Volkswirtschaften beschreiben sowie auf Indikatoren, die die zukünftige Entwicklung der Ökonomien einschätzen. Weiters sollen die Wirkungsketten der globalen Finanzwirtschaft realitätsnäher in die Ratings eingebunden werden. Insbesondere soll - im Zuge des Raterstellungprozesses - den aufstrebenden Volkswirtschaften die idente Aufmerksamkeit entgegengebracht und Ratingqualität garantiert werden wie den entwickelten Ökonomien. Aus diesem Grund würde die INCRA sämtliche globalen Payer in ihre Analysen miteinbeziehen und die erste wirklich internationale Ratingagentur sein.

5.2.2 Modell von Roland Berger Strategy Consultants

Berichten zufolge steht eine von Roland Berger Strategy Consultants organisierte „global tätige Ratingagentur europäischen Ursprungs“ kurz vor der Gründung (Handelsblatt 2012). Aktuell wird davon ausgegangen, dass die für das Projekt veranschlagten 300 Millionen Euro spätestens Anfang des dritten Quartals 2012 aufgebracht sind (AFP 2012).

Die Ratingagentur setzt sich aus zwei unabhängigen Einheiten - einer Stiftung und einer operativen Gesellschaft - zusammen, welche keine Gewinnerzielungsabsicht haben (Spiegel 2012). In die privatrechtliche Stiftung bringen europäische Finanzdienstleister (Banken und Versicherungen) das benötigte Startkapital ein, welches nach 3 bis 5 Jahren wieder zurückerstattet werden soll. Gleichzeitig soll ein Risikokapital angespart werden, da die Agentur gegenüber Investoren haftbar gemacht werden kann (TAZ 2012). Die operative Gesellschaft, welche die Rechtsform einer SA oder AG mit Sitz in Frankfurt und einer „starke Präsenz“ in Paris haben soll, erstellt die Ratings (Fokus 2012).

Es werden sowohl Länderratings als auch Bankenratings, Unternehmensratings und Ratings zu Finanzprodukten erstellt (Deutschlandradio 2011). Im Zuge der Raterstellung wird auf vollkommene Transparenz gesetzt (vgl. TAZ 2012): Alle Daten, die für das Rating benötigt werden, sollen im Internet abrufbar sein. Ein wissenschaftlicher Beirat soll die Arbeit der Rater bewachen. Somit ist laut Roland Berger Strategy Consultants ein Maximum an öffentlicher Kontrolle und die Nachvollziehbarkeit der publizierten Ratings gegeben. Weiters wird vom *Issuer Pays* Ansatz abgewichen, indem die Ratings von Investoren bezahlt werden sollen (Deutschlandradio 2011).

5.2.3 Conclusio und Umsetzungswahrscheinlichkeit der aktuellen Modelle

Das Modell der Bertelsmann Stiftung einer Internationalen Ratingagentur mit Hauptsitz in Europa erfüllt die in Abschnitt 4.2.1 aufgelisteten wichtigen Punkte, d.h. staatliche Einflussmöglichkeiten werden faktisch ausgeschlossen, die Raterstellung ist international ausgerichtet, es wird auf Transparenz gesetzt und der *Issuer Pays* Ansatz wird aufgegeben. Somit erfüllt das Modell die Grundvoraussetzungen sich auf dem Markt für Ratingdienstleistungen zu etablieren und dadurch positive volkswirtschaftliche (Informations-) Effekte zu generieren. Die Umsetzungswahrscheinlichkeit ist schwer zu erörtern, da seit der Veröffentlichung des Blueprints der geplanten Ratingagentur Mitte April 2012 keine öffentlichen Statements der Bertelsmann Stiftung dahingehend gegeben wurden. Der - im Blueprint dargestellte - nächste Schritt ist die Diskussion des Modells im Rahmen eines Treffens der G20, auch um den tatsächlichen politischen Willen einer europäischen Non-Profit Ratingagentur zu eruieren. Die Bertelsmann Stiftung fordert weiters NGOs und den Non-Profit Sektor auf sich verstärkt - wahrscheinlich auf finanziell - an dem Projekt zu beteiligen. Basierend auf der aktuellen Informationslage kann davon ausgegangen werden, dass eine mögliche Umsetzung nicht rasch stattfinden wird; hinsichtlich der Umsetzungswahrscheinlichkeit kann keine seriöse Auskunft gegeben werden.

Das von Roland Berger Strategy Consultants vorgestellte Modell einer globalen Ratingagentur europäischen Ursprungs scheint ebenfalls eine vielversprechende Option zu sein, den Wettbewerb unter Ratingagenturen zu intensivieren und somit positive Entwicklungen am Markt für Ratingdienstleistungen zu generieren: Die geplante Ratingagentur hat einen internationalen Fokus, stellt Transparenz und Nachvollziehbarkeit in der Raterstellung in den Mittelpunkt, lässt keine staatlichen Einflussnahmen zu, wendet sich dem *Issuer Pays* Prinzip ab und haftet darüber hinaus noch bei Fehlern gegenüber Investoren. Ein mögliches Problem könnte jedoch der Umstand sein, dass die Ratings von Investoren zu bezahlen sind. Somit könnte es sein, dass die Ratings der geplanten Agentur nicht der Allgemeinheit zur Verfügung gestellt werden, um das Trittbrettfahrer auszuschließen. Ein detailliertes Vergütungsmodell ist jedoch abzuwarten, bevor Schlussfolgerungen dahingehend gezogen werden können. Aktuelle Zeitungsberichten und Aussagen des künftigen CEO zufolge sollten - wie in Abschnitt 5.2.2 erwähnt - die veranschlagten finanziellen Mittel bis Ende des dritten Quartals 2012 aufgebracht sein. Unter diesen Voraussetzungen, könnte ein Start der Ratingagentur mit anfänglich noch eingeschränkten Dienstleistungen Anfang 2013 möglich sein.

LITERATURVERZEICHNIS

- AFP (2012): Ratings aus Europa möglicherweise schon ab 2013, Link: http://www.google.com/hostednews/afp/article/ALeqM5g4FiXXNvly_GhRJWUNnBO542ovWg?docid=CNG.f80430f4c4e75471f4562f3fd178b2f7.711 (3.7.2012)
- Antenbrink, F. (2010): Ratings in Europa: Kritische Anmerkungen zum europäischen Regulierungsansatz, S. 6ff
- Andrieu (2010): Ratingagenturen in der Krise, Frankfurt am Main
- Bhatia A.V. (2002): Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation, IMF Working Paper 02/170, International Monetary Fund, Washington
- Becker, F. (2010): Die Regulierung von Ratingagenturen in: „Der Betrieb“ Nr. 17, 30.4.2010, S. 941ff
- Bertelsmann Stiftung (2012): Blueprint for INCRA. An International Non-Profit Credit Rating Agency, Link: http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xbcr/SID-CEE41F05-2B195A1D/bst/xcms_bst_dms_35880_35881_2.pdf (4.7.2012)
- Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (2010): Kreditwirtschaftlich wichtige Vorhaben der EU, S. 94ff, S. 116ff
- CESR (2007): CESR's Report to the European Commission on the compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code - CESR/06-545
- Deutschlandradio (2011): „Systemwettbewerb“ der Ratingagenturen befördern, Link: <http://www.dradio.de/dkultur/sendungen/interview/1508464/> (3.7. 2012)
- Dichev I., Piotroski J. (2001): The Long-Run Stock Returns Following Bond Rating Changes, Journal of Finances, Vol.46, S. 173-203
- Ederington L., Yawitz J., Roberts B. (1987): The Informal Content of Bond Ratings, Journal of Finance Research, Vol.10, S. 211-226
- Elsas R. (2010): Ratings haben Defizite, in Ifo Schnelldienst 1/2010 - 63. Jahrgang (Hrsg.): Ist eine europäische Ratingagentur sinnvoll, und wie sollte sie organisiert sein?
- Epstein G. und Pollin R. (2011): Regulating Wall Street: Exploring the Political Economy of the Possible in: Arestis, P. (Hrsg): Microeconomics, Macroeconomics and Economic Policy, Palgrave Macmillan, London
- European Securities and Markets Authority (2012): List of registered and certified CRA's, Link: <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs> (14.5.2012)
- Europäische Kommission (2006): Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen (2006/C 59/02), Amtsblatt L 59/02 vom 11.3.2006
- Europäische Kommission (2009): Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Rating-Agenturen
- Europäische Kommission (2010): Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen vom 2.6.2010

- Europäische Kommission (2011a): Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen vom 15.11.2011
- Europäische Kommission (2011b): Pressemitteilung vom 15. November 2011
- Europäische Kommission (2012a): Delegierte Verordnung (EU) Nr. 272/2012 der Kommission vom 7. Februar 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die Gebühren, die den Ratingagenturen von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde in Rechnung gestellt werden
- Europäische Kommission (2012b): Midday Express of 2012-04-02, News from the European Commission's Midday Briefing (MEX/12/0402), Link: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEX/12/0402&type=HTML> (14.5.2012)
- Europäische Kommission (2012c): Delegierte Verordnung (EU) Nr. 446/2012 der Kommission vom 21. März 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf technische Regulierungsstandards für Inhalt und Format der periodischen Übermittlung von Ratingdaten durch die Ratingagenturen an die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
- Europäische Kommission (2012d): Delegierte Verordnung (EU) Nr. 447/2012 der Kommission vom 21. März 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen durch Festlegung technischer Regulierungsstandards für die Bewertung der Normgerechtigkeit der Ratingmethoden
- Europäische Kommission (2012e): Delegierte Verordnung (EU) Nr. 448/2012 der Kommission vom 21. März 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Präsentation der Informationen, die Ratingagenturen in einem von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde eingerichteten zentralen Datenspeicher zur Verfügung stellen
- Europäische Kommission (2012f): Delegierte Verordnung (EU) Nr. 449/2012 der Kommission vom 21. März 2012 zur Ergänzung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für Informationen zur Registrierung und Zertifizierung von Ratingagenturen
- Europäisches Parlament (2006a): Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute
- Europäisches Parlament (2006b): Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten
- Europäisches Parlament (2011a): Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Mai 2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen

- Europäisches Parlament (2011b): Entschließung des Europäischen Parlaments vom 8. Juni 2011 zu den Zukunftsperspektiven der Ratingagenturen (2010/2302(INI))
- Ferri G., Liu L., Majoni G. (1999): The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis, *Economic Notes*, Vol. 28(3), S. 335-355
- Fischer und Holzkämper (2005): Die Rolle des Rating Advisors, in Everling und Schmidt-Bürgel (Hrsg.): *Kapitalmarkt-rating*, Wiesbaden, S. 76-91
- Focus (2012): Europäische Ratingagentur startet im Frühjahr, Link: http://www.focus.de/finanzen/news/eu-europaeische-ratingagentur-startet-im-fruehjahr_aid_705233.html (3.7.2012)
- Focus (2012a): Europäische Ratingagentur nur auf private Initiative, Link: http://www.focus.de/finanzen/news/wirtschaftsticker/eu-kommission-europaeische-ratingagentur-nur-auf-private-initiative_aid_738329.html (3.7.2012)
- Gleißner und Fuser (2003): *Leitfaden Rating. Basel II: Rating-Strategien für den Mittelstand*, 2te Auflage, München
- Gorman T. (2010): Dodd-Frank: Credit Rating Agencies, Part I, Link: <http://www.secactions.com/?p=2507> (23.5.2012)
- Habrecht E., Wieland M. (2010): Nebenwirkungen eines ausgeprägteren Wettbewerbs beachten - Nähe zum Staat vermeiden - Bezugnahmen auf Ratings reduzieren, in Ifo Schnelldienst 1/2010 - 63. Jahrgang (Hrsg.): *Ist eine europäische Ratingagentur sinnvoll, und wie sollte sie organisiert sein?*
- Hand J., Holthausen R., Leftwich R. (1992): The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond Stock Prices, *Journal of Finance*, Vol.47, S. 733-752
- Handelsblatt (2012): Europäische Ratingagentur. Roland Berger findet doch Geldgeber, Link: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/europaeische-ratingagentur-roland-berger-findet-doch-geldgeber/6560926.html> (3.7.2012)
- Hull J., Predescu M., White A. (2004): The Relationship between Credit Default Swap Spreads, Bond Yields and Credit Rate Announcements, *Journal of Banking and Finance*, Vol.28, S. 2789-2811
- Ismailescu I., Kazemi H. (2010): The Reaction of Emerging Market Credit Default Swap Spread to Sovereign Credit Rating Changes, *Journal of Banking and Finance*, Vol.34, S.2861-2873
- Kaminsky G., Schmukler S. (2002): Emerging Market Instability. Do Sovereign Market Ratings affect Country Risks and Stock Returns?, *The World Bank Economics Review*, Vol.16, S. 171-195
- Kiff J., Nowak S., Schumacher L. (2012): Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings. IMF Working Paper WP12/23, International Monetary Fund
- Kren S. (2010): US-Finanzmarktreform - Die Ökonomie des Dodd-Frank Acts in: *Deutsche Bank Research, EU-Monitor 77*
- Liu P., Thakor A. (1984): Interest Yields, Credit Ratings and Economic Characteristics of State Bonds, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 16, S. 344-351

- Micu M., Remolona E., Wooldrige P. (2006): The Price Impact of Rating Announcements: Which Announcements Matter?, Working Paper 127, Bank of International Settlements, Basel.
- Norden L. (2008): Credit Derivatives. Corporate News and Credit Ratings, University of Mannheim Working Paper.
- Oellinger (2005): Die Haftung für Ratings. Eine Betrachtung nach österreichischem und deutschem Recht, Wien
- Österreichische Finanzmarktaufsicht (2012): Basel III, Link: <http://www.fma.gv.at/de/sonderthemen/basel-iii.html> (25.6.2012)
- PricewaterhouseCoopers (2010): The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - A Closer Look, <http://www.pwc.com/us/en/financial-services/regulatory-services/publications/assets/closer-look-credit-rating-agencies.pdf> (23.5.2012)
- Reisen H., von Maltzan J. (1998): Sovereign Credit Ratings, Emerging Market Risk and Financial Market Volatility, HWWA Diskussionspapier (55)
- Reisen H., von Maltzan J. (1999): Boom and Bust and Sovereign Ratings, International Finance, Vol.2, S.279-293
- Richter, F. (2011): Ratingagenturen und Entwicklungsländer, Link: http://www2.weed-online.org/uploads/richter_weed_ratingagenturen_und_entwicklungslaender.pdf (23.5.2012)
- Schätzle D. (2010): Ökonomische Funktionen von Ratingagenturen. Ratingagenturen in der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie, Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen, Westfälische Wilhelms-Universität Münster
- Schneck O. (2010): Prozessqualität und Organisationsregeln, in Ifo Schnelldienst 1/2010 - 63. Jahrgang (Hrsg.): Ist eine europäische Ratingagentur sinnvoll, und wie sollte sie organisiert sein?
- Spiegel (2012): Projekt von Roland Berger. Europäische Ratingagentur soll doch bald starten, Link: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/europaeische-ratingagentur-nun-doch-kurz-vor-dem-start-a-830057.html> (3.7.2012)
- Springub, F. (2010): Finanzmarktkrise 2007/2008 - Ursachen und Lösungsansätze unter spezieller Beachtung der Aktivitäten von Ratingagenturen, S. 47ff
- Stahl K., Strausz R. (2010): Who should pay for Certification, ZEW Discussion Paper 11-054
- TAZ (2012): Rating Agenturen. Konkurrenz aus Europa, Link: <http://www.taz.de/Rating-Agenturen/!74780/> (3.7.2012)
- Theurl T., Schätzle D. (2011): Ratingagenturen in der Kritik. Eine Analyse der Reformforderungen und -vorschläge, Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen, Westfälische Wilhelms-Universität Münster
- Tichy G. (2011): Did Rating Agencies Boost the Financial Crisis? in Intereconomics: Review of European Economic Policy, Vol. 46.2011 5, S.232-245
- Url T. (2011): Ratingagenturen: Verursacher, Verstärker oder im Sag der Staatsschuldenkrise? in WIFO Monatsberichte 12/2011: Staatsschuldenkrise: Ratingagenturen, Wirtschaftsforschungsinstitut Österreich

Wildmoser, Schiffer und Langoth (2009): Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern?, in RIW 10/2009, S.657-668