



# Europäische Rating-Agentur

## Zweck und Optionen

**MECHTHILD SCHROOTEN**

November 2011

### 1. Marktmacht der Big Player

Der Markt für Ratings wird von drei Agenturen beherrscht – Standard & Poor's, Moody's und Fitch Rating. Hier haben Oligopolisten das Sagen. Die Urteile der drei Rating-Agenturen über die Bonität von Schuldnern wirken oft wie Signale, sie sind aber keine Marktsignale.

Das Produkt der Rating-Agenturen sind Indikatoren, die die Einschätzung der Bonität von Schuldnern erleichtern sollen. Tatsächlich verfügen die drei genannten Rating-Agenturen seit langem über eine marktbeherrschende Position. Diese leitet sich in erster Linie daraus ab, dass sie in den USA als staatlich anerkannte Bonitätsprüfer gelten. Das ist schon lange so und hat bislang nur wenige gestört. Grundsätzlich weist jedoch jedes simple volkswirtschaftliche Lehrbuch darauf hin, dass im Falle von Marktmacht die einfachen Gesetze der Marktwirtschaft ausgehebelt werden. In einem solchen Falle ist der Staat als Korrektiv gefragt – so ist die lehrbuchmäßige Standardantwort. Weder in Deutschland noch auf der europäischen oder gar der internationalen Ebene wurden in »guten Zeiten« nennenswerte Anstrengungen unternommen, die Marktmacht der drei Rating-Agenturen in Frage zu stellen. Jetzt aber hat sich das geändert. Die Schaffung einer schlagkräftigen Europäischen Rating-Agentur ist im Gespräch.

Es geht also einerseits darum, die Kräfte innerhalb Europas zu bündeln und so ein Gegengewicht zu den marktbeherrschenden Instituten mit Sitz in den USA zu schaffen. Andererseits geht es darum, Rating-Agenturen so zu regulieren, dass sie sinnvolle und belastbare Informationen über die Bonität von Schuldnern liefern.

### 2. Europäische Rating-Agentur: Grundproblem

In Zeiten massiver Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten führen verschlechterte Ratings zu einer Steigerung der Kreditkosten. Aktuell sind von diesem Phänomen etliche Mitgliedstaaten der Eurozone betroffen. Der Zeitpunkt für die Diskussion um eine europäische Rating-Agentur ist daher denkbar schlecht gewählt. Denn es geht aktuell um die Bonitätseinschätzungen von ganzen Volkswirtschaften – und damit auch um deren zukünftige Zahlungsfähigkeit und die Zukunft der Eurozone.

Es sind die ganz großen Themen, die von den oligopolistisch aufgestellten Rating-Agenturen angeschnitten werden. Wenn jetzt von der Politik nach der Schaffung eines Gegenspielers zu den marktbeherrschenden Agenturen gerufen wird, so ist dies zunächst mit Glaubwürdigkeitsproblemen verbunden. Geht es wirklich um die Durchbrechung von Marktmacht? Oder geht es darum, mehr oder minder auf dem Verordnungswege ein besseres Rating für einzelne Mitgliedstaaten der Eurozone durchzusetzen? Eine europäische Rating-Agentur, die den Eindruck erweckt, als Instrument zur Bewältigung der Eurofinanzkrise zu dienen, wird auf der internationalen Ebene keine Chance haben.

### 3. Schaffung einer neuen europäischen Rating-Agentur entschärft kein Oligopol

Längst gibt es mehr Anbieter von Ratings als die drei marktbeherrschenden Agenturen. Ohnehin handelt es sich bei Standard & Poor's, Moody's und Fitch Rating nicht um eine Gruppe homogener Institute. So ist Fitch Rating – die kleinste der drei Agenturen – mehrheitlich

im Eigentum der französischen Finanzinvestoren Fimalac. In diesem Sinne gibt es also bereits mindestens einen nennenswerten europäischen Player. Tatsächlich weichen seine Rating-Ergebnisse im Allgemeinen nur geringfügig von denen der Konkurrenten ab. Aber es gibt inzwischen auch weitere Agenturen mit Sitz in Europa – wie etwa Euler Hermes mit Sitz in Deutschland. Nur sind diese Agenturen weitgehend unbekannt.

Das Rating lebt von der Reputation, und die lässt sich erst über die Zeit gewinnen. Etliche Rating-Agenturen sind jung. Daher ist die Existenz der meisten kleineren europäischen Rating-Agenturen selbst in ihren Heimatländern eher nicht geläufig. Die Grundidee der Schaffung einer schlagkräftigen europäischen Agentur würde diesen kleineren Agenturen das Überleben weiter erschweren. Dazu kommt, dass die Probleme einer oligopolistischen Marktstruktur nicht einfach durch die Zulassung *eines einzelnen weiteren* Players gelöst werden.

#### 4. Regulierung – zentraler Ansatzpunkt

Bekannt ist, dass die marktbeherrschenden Rating-Agenturen die Risiken von Finanzderivaten in der Finanzkrise 2008/2009 unterschätzten. Eine Qualitätsverbesserung des Ratings ist angesichts des hohen Konzentrationsgrads in dem Sektor nicht allein durch einen etwas forcierten Wettbewerb zu erzielen – eine oligopolistische Struktur bedarf massiver Regulierung. Ein wichtiger Schritt in Richtung »Verbesserung der Regulierung für Rating-Agenturen« wurde auf der EU-Ebene im Jahre 2009 vollzogen. Seitdem benötigen die in der EU tätigen Bonitätsprüfer eine Registrierung. Mit anderen Worten: Erst seit 2009 werden Listen von zugelassenen Bonitätsprüfern in Europa geführt. Rating-Agenturen selbst dürfen demnach die von ihnen beurteilten Unternehmen nicht beraten. Vor diesem Hintergrund überrascht es, dass sich ausgerechnet die Unternehmensberatung Roland Berger für die Schaffung einer europäischen Rating-Agentur stark macht. Dies gilt umso mehr, als dass privatwirtschaftlichen Akteuren seit langem der Weg zur Schaffung einer Rating-Agentur offen steht. Offenbar galt dies in der Vergangenheit nicht als attraktiv. Dies hat sich angesichts des zeitweisen Rückenwindes aus der Politik geändert. Hier sind allerdings immer wieder Kehrtwenden möglich.

Registrierung ersetzt nicht Regulierung. Allerdings ist die Registrierung der Rating-Agenturen in Europa auch

darin geknüpft, dass die Methoden und die bei Bonitätsbeurteilung zugrunde gelegten Bewertungsmodelle gegenüber den jeweiligen Aufsichtsbehörden dargelegt werden müssen. Einen weiteren Ansatzpunkt dazu bietet die Transparenz der Eigentumsverhältnisse: Wem gehören die Agenturen eigentlich? Welche Interessen stehen dahinter? Darüber hinaus sind nach den Regularien Interessenskonflikte zwischen Bewertern und der bewerteten Organisation systematisch zu vermeiden. Als Instrument soll die Mitarbeiterrotation dienen – die Zuständigkeiten für einzelne Firmen wechseln nach einer gewissen Zeit in der Rating-Agentur. Das Rotationssystem muss nachvollziehbar sein. Tatsächlich ist mit dem Rotationssystem ein Anfang gemacht, um einer zu engen, gewissermaßen persönlichen Bindung zwischen den beiden Vertragsparteien – Bewerter und Bewerteter – entgegenzuwirken. Es ist aber keineswegs ausreichend.

Vordergründig scheinen bereits diese kleinen Regulierungsschritte zu einer Verbesserung der Situation beitragen zu können. Faktisch jedoch greift dieses Konzept zu kurz. Denn insbesondere zwischen den Eigentümern von Rating-Agenturen und den bewerteten Unternehmen können Interessenskonflikte auftreten. Dies gilt vor allem dann, wenn Finanzinvestoren oder Banken zu den Eigentümern zählen. Wie soll sichergestellt werden, dass sich eine Bank als Eigentümerin nicht über die Rating-Agentur selbst eine besonders gute Bonität bescheinigen lässt? Schließlich geht es im Banken- und Unternehmenssektor um Gewinne und Profite. Einen Ansatzpunkt dazu könnte die Idee bieten, dass nicht nur Eigentumsverhältnisse offen gelegt werden sollten, sondern auch mögliche Interessenskonflikte, die sich aus den Eigentumsverhältnissen und den Aufgaben einer Rating-Agentur ergeben. Insbesondere muss darauf hingewirkt werden, dass die Bestimmung der Bonität der Eigentümer einer Rating-Agentur durch eben diese Agentur einer besonderen Sorgfalt und Publizitätspflicht unterliegt.

Bislang gilt, dass Vorschriften bezüglich der von Rating-Agenturen verwandten Bewertungsmechanismen nicht vorgesehen sind. Allerdings sind diese Bewertungskriterien transparent zu machen. Eine zukünftige Regulierung muss hier tiefer gehen. Zum einen spricht nur wenig dagegen, die Bewertungsmaßstäbe, den menschlichen Faktor und die Frequenz des Ratings offen zu legen. So muss beispielsweise gesichert sein, dass veränderte Rahmenbedingungen auch rasch einen Niederschlag in den Rating-Noten finden. Dies war etwa bei der internati-

onalen Finanzkrise kaum der Fall. Bereits heute dürfte in den führenden Rating-Agenturen nicht allein den Ergebnissen versicherungsmathematischer Modelle gefolgt werden. Erfahrungen des Personals bei der Risikoeinschätzung fließen gerade in Krisenzeiten in die Rating-Ergebnisse ein. Dies liegt schon daran, dass Krisen facettenreiche Ereignisse sind, die nicht ganz einfach mit Modellrechnungen abzubilden sind. Vor diesem Hintergrund ist die Personalpolitik von Rating-Agenturen wichtig. Hier können Regulierer Anforderungen an breite Qualifikationsprofile vorgeben. Auch ist auf die Diversität der Teams zu achten. Da bekannt ist, dass Frauen und Männer zu unterschiedlichem Risikoverhalten neigen, ist ein Gender-Mix vielversprechend. All das kann auch durch Regulierung unterstützt werden.

Bereits jetzt ist im Gespräch, dass das Produkt einer eventuell zu schaffenden neuen europäischen Rating-Agentur nicht mehr länger von den Bewerteten, sondern von denen bezahlt wird, die die Information abrufen. Das dürfte zu einer Umorientierung führen. Bislang sind die von Rating-Agenturen bereitgestellten Informationen in vielen Fällen kostenlos aus dem Internet zu laden. Werden diese kostenpflichtig, so werden nur noch Insider an ihnen interessiert sein. Damit könnte die Nachfrage nach dieser Art der Finanzinformation sinken. Gilt dies jedoch nur für das eventuell neugeschaffene Institut, so ist dies als deutlicher Wettbewerbsnachteil zu werten. Denn die anderen Rating-Agenturen würden dann weiterhin ihre Informationen der Öffentlichkeit weitgehend kostenlos zur Verfügung stellen.

Auch sind bislang wichtige Fragen der Produkthaftung nur unzureichend geklärt. Wird beispielsweise die Bonität eines Schuldners von einer Rating-Agentur überschätzt, so entstehen Anlegern Verluste. Wird die Bonität unterschätzt, so entstehen dem Kreditnehmer erhebliche zusätzliche Kosten. Bislang haften die betroffenen Anleger und Kreditnehmer für die Kosten der Fehleinschätzung. Hier ist eine Einbeziehung der jeweiligen Agentur denkbar. Wie soll das gehen? An dieser Stelle ist ein bisschen Kreativität gefragt. Denn Kosten und Verluste, die aus der Bonitätseinschätzung durch eine einzelne Rating-Agentur entstehen, lassen sich kaum klar bestimmen. Daher wäre beispielsweise eine Abgabe auf marktrelevante Fehleinschätzungen denkbar.

Das alles erfordert ein hartes Durchgreifen der Politik gegenüber den Agenturen – auch gegenüber einer eventu-

ell neu geschaffenen europäischen Rating-Agentur. Zuletzt hat die Politik allerdings wenig Biss gezeigt, wenn es um die Kernfragen der Finanzmarktregulierung ging. Jetzt gilt es, Verantwortung zu übernehmen und klare Vorgaben zu machen. Der größte Fehler wäre es allerdings – wie gelegentlich im Gespräch –, den Rating-Agenturen ein Rating der Staaten insbesondere der aktuellen Krisenstaaten zu verbieten. So lässt sich kein Vertrauen in die Regierung herstellen.

## 5. Tabuloses Nachdenken

Mit der Schaffung einer neuen europäischen Rating-Agentur von Rang und Namen sollte über das Bestehende hinausgegangen werden. Kreative Lösungsvorschläge sind gefragt. Wie wäre es mit einer Rating-Agentur in staatlichem Eigentum? Was spricht dagegen? Dagegen spricht zum aktuellen Zeitpunkt vor allem die Tatsache, dass es derzeit in erster Linie europäische Staaten sind, die unter dem Druck einer verschlechterten Bonitätsbewertung stehen. Eine staatliche Rating-Agentur könnte den Eindruck erwecken, durch die Vergabe von guten Bonitätsnoten stabilisierend für den Euro-Raum oder aber gar für die Europäische Union wirken zu wollen. Das wäre dann die reinste Befangenheit. Daher kommt die Idee mit der staatlichen Rating-Agentur zu einem ungünstigen Zeitpunkt; man hat wertvolle Zeit ungenutzt verstreichen lassen.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht abwegig, an die Bundesbank als staatliche und kompetente Agentur zu denken. Hier ist erheblicher finanzmarktrelevanter Sachverstand vorhanden. Mit genau diesem Argument hatte die Deutsche Bundesbank sich unlängst um eine stärkere Einbindung in die Finanzaufsicht in Deutschland bemüht. Tatsächlich liegen bei der Bundesbank nicht nur relevante Informationen zur Bonitätseinschätzung von Schuldern vor, sondern sie verfügt auch über Humankapital im Bereich Finanzmärkte. Schon daher darf die Möglichkeit der Schaffung einer staatlichen Rating-Agentur nicht einfach vom Tisch gewischt werden.

In der EU würde sich eine neu geschaffene Rating-Agentur – wenn sie mit der entsprechenden Marktmacht ausgestattet wäre – in teilweiser Konkurrenz zu den nationalen Finanzaufsichtsbehörden bewegen, die den Finanzintermediären jeden Tag die Unbedenklichkeit bescheinigen. Eine solche Konkurrenz zwischen staatlichen



Instanzen bietet einen unsicheren Boden, den niemand gern betritt. Rating ersetzt folglich keine Aufsicht – auch wenn es in staatlichem Auftrag erfolgt. Genau diese Aufsicht erfolgt in der EU allerdings relativ unkoordiniert.

Was würde passieren, wenn die neu geschaffene Rating-Agentur – staatliche oder private – zu dem Ergebnis käme, dass ein EU-Staat in seiner Bonität herabgestuft werden sollte? Hier droht ein substantieller politischer Interessenskonflikt innerhalb der Gemeinschaft. Dieser könnte systematisch die Arbeit einer EU-Rating-Agentur behindern. Die Gefahr eines Missbrauchs ist dringend auszuschließen. Diese Gefahr kann einerseits durch Transparenz begrenzt werden. Andererseits spielt auch die Integrität zu etablierender, staatlicher Rating-Instanzen eine erhebliche Rolle.

Allerdings ist die Frage, ob eine neue Rating-Agentur in staatlicher oder privater Hand liegen soll jedoch nachgeordnet. Der Verschuldung im Staats-, Banken- und Unternehmenssektor werden durch die Existenz staatlicher und privater Rating-Agenturen keine Grenzen gesetzt. Rating-Agenturen liefern Informationen über vermeintliche Risiken. Diesen Informationen zu vertrauen, kann wiederum ein Risiko in sich bergen – das hat die Finanzkrise 2008/2009 deutlich gezeigt.

## 6. Rating – Ein Feld für bürgerschaftliches Engagement?

Während aktuell der Prozess um die Schaffung einer neuen europäischen Rating-Agentur mit Marktmacht ins Stocken zu geraten scheint, gibt es interessante Meldungen aus Brüssel. Dort wurde im Sommer 2011 die Gruppe Finance Watch gegründet. Sie basiert auf bürgerschaftlichem Engagement. Noch steckt diese Nichtregierungsorganisation (NGO) in den Kinderschuhen. Mit der Gründung einer solchen europaweit die finanzmarktkritischen Kräfte bündelnden Organisation kommt neben

den privaten Akteuren und dem Staat eine dritte Macht ins Spiel. Diese könnte das vorhandene Vakuum bei der Bewertung von Finanzmarktprodukten füllen.

Die Erfolgsgeschichten anderer NGOs lässt das grundsätzliche Potential solcher Plattformen erkennen. Vor einigen Jahren noch unbekannt, hat es beispielsweise Transparency International in kürzester Zeit zu Reputation und Marktmacht gebracht. Finance Watch setzt darauf, ein Gegenwicht zum Lobbyismus der Finanzindustrie darzustellen. Die Schaffung von Transparenz ist ein zentrales Ziel. In diesem Rahmen kann auch das Rating eine zentrale Rolle spielen. Vergleichbare Indikatoren, wie sie von den traditionellen Rating-Agenturen angeboten werden, lassen sich relativ gut konstruieren. Angesichts der digitalen und internationalen Vernetzung könnte hier bereits mittelfristig ein potentes Portal entstehen. Langfristig ist davon auszugehen, dass der Einfluss kritischer Nichtregierungsorganisationen bei der Beurteilung von Finanzmarkttransaktionen massiv steigt.

Damit wäre es das gute alte bürgerschaftliche Engagement, das hier zu einer wichtigen Instanz würde. In diesem Fall würde es ein Vakuum füllen, das durch Marktversagen und Regulierungsversäumnisse entstanden ist. Nicht zuletzt vor diesem Hintergrund wäre die Politik in Europa gut beraten, die finanzmarktkritischen Stimmen ernst zu nehmen. Einen Beitrag dazu könnte in der Tat die Schaffung einer staatlichen europäischen Rating-Agentur mit Marktmacht liefern.

ISBN 978-3-86872-989-9

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Über die Autorin

**Dr. Mechthild Schrooten** ist Professorin für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule Bremen.