

Zeppelin University

Department Corporate Management & Economics
Buchanan Institut für Unternehmer- und Finanzwissenschaften

Prof. Dr. Marcel Tyrell

Bachelor These

**Bewertung in der Krise. Eine Untersuchung der Anreiz- und
Kompensationsstrukturen von Ratingagenturen.**

Bearbeitet von: Karl Bredemeyer

Immatrikulationsnummer: 07200042

Studiengang: Corporate Management & Economics

Betreuer: Prof. Dr. Marcel Tyrell
Prof. Dr. Helmut Willke

Abgabedatum: 20. April 2009

Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung	4
II. Aufbau der Arbeit	6
1. Die Entstehungsgeschichte von Ratingagenturen	8
1.1 Credit Reporting Agencies.....	9
1.2 Financial Press.....	10
1.3 Investment Banker.....	11
1.4 Gründung, Stagnation und Marktwachstum	12
2. Paradigmenwechsel: Von Investor Initiated Ratings zu Issuer Initiated Ratings	15
3. Der Rating-Prozess am Beispiel von Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)	18
3.1 Residential Mortgage Backed Securities.....	18
3.2 Das Rating von Hypothekenbesicherten Wertpapieren.....	20
4. Delegated Monitoring und unvollkommene Märkte	22
4.1 Der Issuer Pays Konflikt	24
4.1.1 Kompensation	25
4.2 Probleme der Bezahlstruktur	26
4.2.1 Die Preise sind verhandelbar.....	26
4.2.2 Gehälter der Analysten	27
4.3 Ratings Shopping	28
5. Wettbewerb und Reputation	33
6. Tripple-A Lemons	43
7. Alternative Geschäftsmodelle	45
8. Fazit und Ausblick	47
9. Literaturverzeichnis	49

Somebody sooner or later will bring out an industrial statistical manual. And when it comes, it will be a gold mine.

John Moody (um 1900)

I. Einleitung

Die älteste Ratingagentur der Welt feiert in diesem Jahr ihren 100. Geburtstag: Von ihrem Gründer John Moody einst ins Leben gerufen, um Investoren regelmäßig mit zuverlässigen Unternehmensdaten zu versorgen, ist der Zwei-Mann-Betrieb mit Fokus auf die bedeutenden Eisenbahnunternehmen der Vereinigten Staaten des frühen 20. Jahrhunderts zu einer börsennotierten, global agierenden Agentur mit mehr als 3000 Mitarbeitern¹ und einem Jahresumsatz von über 400 Millionen Dollar² geworden. Doch über diesem Wachstum, der beispielhaft ist für die gesamte Ratingbranche³, liegt ein großer Schatten. Der Zusammenbruch der internationalen Finanzmärkte, der 2007 begonnen und 2008 seinen vorläufigen Höhepunkt erreicht hatte⁴, wirft viele Fragen auf, denen sich auch die Ratingagenturen stellen müssen. Joseph E. Stiglitz bringt es in der Einleitung eines seiner Aufsätze zu den Konsequenzen der Finanzkrise auf den Punkt: „*There were incentives for providing misleading information and conflicts of interests.(...) incentives for excessive risk taking and fraudulent behavior.*“⁵

Frank Partnoy, Professor der Rechtswissenschaften an der University of San Diego und einer der schärfsten Kritiker der Ratingagenturen, beschreibt mit der mangelnden Haftbarkeit der Ratingagentur ein weiteres Problem: „...*it simply has a right to express its opinion in the form of letter symbols*“.⁶ Und für diese Form der Meinungsäußerung kann sie nicht haftbar gemacht werden.

Zwar ist die Orientierung an den Ratings der Agenturen für einige Institutionen sogar verpflichtend und wird von der SEC überwacht, doch wird bei Gerichtsverhandlungen, die aufgrund von *defaults* vormals gut bewerteter

¹ vgl. www.moody.com

² http://www.finanzen.net/nachricht/Moody_s_muss_Ergebnisrueckgang_ausweisen_842452

³ Der US-Markt für Bond Ratings wird im Wesentlichen zwischen Moody's, Standard & Poor's und Fitch aufgeteilt

⁴ Nach dem Zusammenbruch mehrerer Investmentbanken wird vor allem die Insolvenz der ehemals viertgrößten Investmentbank der USA, Lehmann Brothers, als Ursache für den endgültigen Kollaps der Finanzmärkte angesehen

⁵ vgl. Stiglitz, 2008

⁶ vgl. Partnoy 2001, S. 68 und Mason/Rosner 2007 S.11

Produkte gegen die Ratingagenturen geführt werden, das Argument geltend gemacht, Ratingagenturen würden lediglich eine unverbindliche Einschätzung abgeben und wenn man sich darauf verlasse, so hätte man selbst das Risiko zu tragen.⁷

Während fehlerhafte Produkte in anderen Industriezweigen das sichere Aus für die entsprechenden Produzenten bedeuten, bieten Ratingagenturen – weder rechtlich, noch auf der Wettbewerbsebene – genügend Angriffsfläche, um sie hinreichend zu Verantwortung zu ziehen. Hinzu kommt, dass die drei großen Ratingagenturen, Moody's Corporation, Standard & Poor's und Fitch Ratings seit Mitte der 70er Jahre mit den *Issuer Initiated Ratings*⁸ ein Geschäftsmodell verfolgen, welches einen eklatanten Interessenskonflikt für alle Agenturen in sich birgt: Der Emittent zahlt für die Bewertung seiner Produkte und ist sehr wahrscheinlich eher dazu geneigt die gleiche Agentur für ein weiteres Produkt wiederholt aufzusuchen, wenn das Rating zuvor positiv ausgefallen ist. Fraglich ist, inwieweit es den Agenturen gelingt unter diesen Voraussetzungen objektive Ratings zu erstellen, da sich hohe Ratings besser verkaufen als Ratings unterhalb des Investment-Grade.

Ratingagenturen entgegnen diesem Konflikt mit der Aussage, dass ihnen bei fehlerhaften Ratings der Verlust ihrer Reputation drohen würde.⁹ Der momentane Ablauf eines Ratings bietet dem Emittenten darüber hinaus die Möglichkeit, sich vor der Veröffentlichung eines Produktes, bzw. dessen Ratings, eine Einschätzung über das wahrscheinliche Ergebnis der Bewertung geben zu lassen. Ratingagenturen können, sofern für den Emittenten nicht das gewünschte Ergebnis herauskommt, beratend tätig werden und Veränderungsvorschläge unterbreiten.

Die Tatsache, dass sich der Emittent vor Veröffentlichung seines Produktes eine Einschätzung der Ratingagentur geben lassen kann birgt ein weiteres Problem: das Ratings Shopping. Da Emittenten für die so genannten Shadow Ratings keine, oder nur geringe Gebühren bezahlen müssen, können sie vor

⁷ vgl. Partnoy, 2001, S. 78

⁸ Anmerkung Issuer Initiated Ratings: Ratings die vom Emittenten beauftragt werden

⁹ Siehe Cantor/Packer 1994 S.4

der Veröffentlichung mehrere Agenturen konsultieren und sich dann das vorteilhafteste Rating auswählen.

Mit der mangelnden Regulierung, der Möglichkeit zum Ratingsshopping durch den Wechsel des Geschäftsmodells und der Ausnutzung von Informationsasymmetrien wird deutlich, welches enormes Konfliktpotential in der Konstellation des Ratingsystems besteht. Die vorliegende Arbeit soll eine ausführliche Analyse der Anreiz- und Kompensationsstrukturen und daraus resultierender Systemrisiken liefern. Sie soll darüber hinaus Ansätze zur Klärung der Frage bieten, warum sich ausgerechnet die aktuelle Krise als Prüfstein für die Integrität der Ratingagenturen herausgestellt hat. Dabei gilt es zu untersuchen, inwieweit vorherrschende Anreiz- und Kompensationsstrukturen Möglichkeiten für alternative Organisationsformen bieten.

II. Aufbau der Arbeit

Die Auswirkungen von *Up-* und *Downgrades* auf den Kapitalmarkt, aber auch auf die Kapitalstruktur eines Unternehmens, sind mitunter immens.¹⁰ Um die Bedeutung für die Finanzmärkte besser einordnen zu können, wird zunächst ein Blick auf die historische Entstehung und Entwicklung von Ratingagenturen geworfen. Anschließend wird auf ein verändertes Geschäftsmodell – den Wechsel von Investor- zu Issuer-Initiated Ratings – eingegangen, da dieses in vielerlei Hinsicht Ansatzpunkte für Kritik bietet.

In Kapitel 3 folgt eine genauere Darstellung des Ratingprozesses. Aus aktuellem Anlass werden die einzelnen Schritte des Ratings anhand von hypothekenbesicherten Wertpapieren verdeutlicht, da hier ein Eindruck vermittelt werden soll, warum strukturierte Finanzprodukte derart große Gefahren in sich bergen.

Der Hauptteil der Arbeit setzt sich dann mit den strukturellen Problemen der Ratingagenturen auseinander. Hierbei wird insbesondere auf den *Issuer Pays*

¹⁰ vgl. Sinclair 2001, S.167: „...if Enron was downgraded below investment grade, these loans would have become due immediately in the full amount. This action would impose on the company an instant \$4 billion obligation it could have otherwise refinanced for years.“

Konflikt und das *Ratings Shopping* eingegangen. Im Hinblick auf die besonderen Umstände, die in der Ratingbranche vorherrschen, bietet Kapitel 6 theoretische Erklärungsansätze aus den *Economics of Information*, welche die Probleme der vorhandenen Wettbewerbsstrukturen verdeutlichen sollen. Der Schlussteil der Arbeit greift abermals theoretische Ansätze auf und soll über Akerlofs *Market for „Lemons“*¹¹ zu möglichen Konfliktlösungen führen. In Kapitel 8 werden das Fazit sowie ein Ausblick formuliert.

¹¹ Akerlof, George. A. (1970), The Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug 1970) S. 488-500

1. Die Entstehungsgeschichte der Ratingagenturen

Um die Entwicklung und die Bedeutung der Ratingagenturen nachvollziehbar zu machen wird zunächst ein Überblick über die Entstehungsgeschichte dargestellt.¹²

Auch wenn das Geschehen auf den internationalen Aktien- und Anleihemärkten heutzutage maßgeblich von den USA bestimmt wird, so findet sich der Ursprung des modernen Wertpapierhandels in Europa.

Bereits im 17. Jahrhundert hat die Niederländische Republik Schuldverschreibungen ausgegeben und die 1602 gegründete *Dutch East India Company* verkaufte im Jahre 1609 als erstes Unternehmen der Welt Firmenanteile, um auf diese Weise ihre Expansionspläne zu verwirklichen. Das Finanzsystem der Niederlande war unter der Führung Wilhelm von Oranjes für damalige Verhältnisse derart fortschrittlich, dass es kurz darauf von den Engländern adaptiert wurde. Im Zuge der industriellen Revolution wurden die Niederlande bald von England als führende Industrienation abgelöst.

Gegen Ende des 18. Jahrhunderts haben auch die USA ein modernes Finanzsystem nach europäischem Vorbild errichtet, welches sowohl öffentliche als auch private Schuldverschreibungen, eine Zentralbank sowie eine relativ stabile Währung vorweisen konnte. Im Unterschied zu den USA war ein Großteil der europäischen Staaten aufgrund zahlreicher Kriege hoch verschuldet und musste den hohen Kapitalbedarf für das fortwährende militärische Engagement unter anderem mit der Ausgabe von Staatsanleihen decken. Trotz der hohen Verschuldung galten die europäischen Staaten als ausgesprochen kreditwürdig, was in Kombination mit dem hohen Kapitalbedarf zu einem Aufblühen des Wertpapierhandels in jener Zeit geführt hat.

In den Vereinigten Staaten legten insbesondere die im Zeitraum von 1817-1840 emittierten Staatsanleihen zur Finanzierung des Ausbaus des Schienennetzes

¹² vgl. hierzu ausführlich: Sylla 2002

den Grundstein für das spätere Wertpapiergeschäft. Zwar haben diese Staatsanleihen erheblich zur Finanzierung der Infrastruktur beigetragen. Den Hauptanteil leisteten jedoch private Unternehmen, welche sich durch den Verkauf von Unternehmensanteilen das notwendige Kapital beschaffen konnten. Der Wunsch nach wirtschaftlicher Einheit des Landes trieb den Ausbau des Schienennetzes derart voran, dass die Kapitalbeschaffung immer stärker an Bedeutung gewann. Aus diesem Grund wurde nun auch die Frage nach der Kreditwürdigkeit entsprechender Unternehmen immer mehr in den Mittelpunkt gerückt.

Diese Entwicklung war maßgeblich für die Gründung der ersten Ratingagentur, die darüber hinaus vor allem von drei Faktoren abhängig war:

1.1 *Credit Reporting Agencies*

Die direkten Vorgänger der Ratingagenturen waren sogenannte *Credit Reporting Agencies*.¹³ Bevor es offizielle Einschätzungen zur Kreditwürdigkeit eines Unternehmens gab, waren oftmals informelle Empfehlungsschreiben im Umlauf. Lewis Tappan machte sich den zunehmenden Informationsbedarf zu Nutze: Er spezialisierte sich auf die Bereitstellung relevanter Unternehmensdaten und gründete 1841 mit einem Netzwerk von Agenten die erste Credit Reporting Agency. Die *Mercantile Agency*, die im Jahr 1859 zu *R.G. Dun and Company* umbenannt wurde, erwirtschaftete, laut Sylla, fortan ihre Umsätze mit den Abonnements einer Vielzahl von Händlern und Versicherungsunternehmen und verzeichnete gegen Ende des 19. Jahrhunderts einen enormen Kundenzuwachs.¹⁴ Die zweite bedeutende Reportingagentur wurde 1849 von John Bradstreet gegründet und veröffentlichte 1857 das erste kommerzielle Rating-Buch.

¹³ Vgl. Sylla 2002, S.7

¹⁴ Die Zahl der Abonnenten ist von ca. 7000 im den 1870er auf über 1Mio im Jahre 1900 gestiegen. Vgl. Sylla 2002, S.8

1.2 *Financial Press*

Ebenfalls maßgeblich beteiligt an der Entwicklung der Ratingagenturen waren Zeitungen, Zeitschriften und regelmäßige Veröffentlichungen aus dem Finanzsektor. Diese hatten, ähnlich wie die Reportingagenturen, vornehmlich die Bereitstellung investitionsrelevanter Unternehmensdaten zum Ziel. Von besonderer Bedeutung war hierbei Henry Varnum Poor. Dieser arbeitete zunächst als Redakteur beim *American Railroad Journal*¹⁵, gründete aber nach dem Bürgerkrieg gemeinsam mit seinem Sohn, Henry William Poor, ein eigenes Unternehmen, um das *Manual of the Railroads of the United States* zu veröffentlichen. Dieses erschien fortan jährlich und sollte die Abonnenten über die finanzielle Verfassung, sowie geplante Projekte der wichtigsten Eisenbahngesellschaften informieren.¹⁶ Darüber hinaus lieferte es Daten über Fortschritte beim Streckenausbau in Verbindung mit zu erwartenden Kosten für die Fertigstellung.

Das *Manual* wurde als Quelle für derartige Informationen besonders geschätzt und diente Henry William Poor im Jahre 1916 als Grundlage für seine ersten Ratings¹⁷, nachdem John Moody 1909 die weltweit erste Ratingagentur ins Leben gerufen hatte.¹⁸ Dieser hatte zuvor den Erfolg der Mercantile Agencies¹⁹ mit Interesse beobachtet und war der Ansicht, dass diese Form der Unternehmensbewertung auch für Anleihen denkbar wäre. Es müsse ihm lediglich gelingen, die Ergebnisse des vergleichsweise komplexen Bewertungsprozesses vereinfacht in Form von alphabetisch sortierten Buchstaben darzustellen.²⁰

¹⁵ Ein Eindruck des American Railroad Journals vom 21. Dezember 1833 unter:
<http://alphabetilately.com/Trains/ARJ/Index.html>

¹⁶ Kopie der 1868 erschienenen Ausgabe unter http://www.cpr.org/Museum/Poors_1868.html

¹⁷ Henry Warnum Poor verstarb 1905

¹⁸ vgl. Sylla 2002

¹⁹ Übersetzung in Anlehnung an Sylla 2002 S. 8: Handelsagenturen mit Fokus auf das Sammeln von Geschäftsdaten von Handelsunternehmen

²⁰ vgl. Partnoy 1999, S. 19 ff

1.3 Investmentbanker

Der dritte entscheidende Faktor bei der Gründung von Ratingagenturen war der Investmentbanker: Sämtliche Transaktionen, die den Kauf von Unternehmensanleihen beinhalteten, wurden von Investmentbankern überwacht, durchgeführt oder in einer anderen Form beratend begleitet. Bei den hohen Investitionssummen, konnte ein Investmentbanker bei einer Fehlentscheidung schnell seinen Ruf verlieren (*Reputational Capital*).²¹ Sie mussten also davon ausgehen können, dass die Informationen, auf deren Grundlage die Investitionsentscheidungen gefällt wurden, korrekt und vollständig waren. Um dies zu gewährleisten, forderten die Banker oftmals einen Platz im *Board of Directors*, der den Detaillierungsgrad ihrer Information erheblich steigern würde. Dieser Informationsvorsprung führte zu einiger Kritik sowohl seitens der Öffentlichkeit als auch in den Unternehmen: Die zum Teil hoch sensiblen Informationen könnten, so die Befürchtung, für Insidergeschäfte missbraucht werden und somit sowohl dem betroffenen Unternehmen als auch anderen Marktteilnehmern erheblichen Schaden zufügen.

Bis 1934 unterlagen Wertpapiergeschäfte keinerlei staatlicher Kontrolle. Der zunehmende Einfluss der Investmentbanken – vor allem aber der Kollaps des Dow Jones im Jahre 1929 und die darauf folgende Wirtschaftskrise – bewirkte, dass der Ruf nach Offenlegung von Informationen und staatlicher Regulierung immer lauter wurde, und mündete schließlich im *Securities Exchange Act* der die Gründung der *Securities and Exchange Commission (SEC)*²² nach sich zog. Die Investmentbanker hatten ihr *Reputational Capital* anscheinend verspielt. Deshalb verschob sich ein Großteil dieses Kapitals nun in Richtung der Ratingagenturen.

²¹ vgl. Sylla 2002, S.24; Das *Reputational Capital* wird auch für die Ratingagenturen im weiteren Verlauf eine wichtige Rolle spielen

²² *Securities Exchange Act*: Infolge der *Großen Depression* hielt der US-Kongress mehrere Anhörungen um die Ursachen der Krise herauszufiltern und zukünftig besser steuern zu können. Es folgte zunächst der *Securities Act* von 1933 der schließlich im *Securities and Exchange Act* und in der Gründung der SEC 1934 mündete (vgl. www.sec.gov)

1.4 Gründung, Stagnation und Marktwachstum

Neben den institutionellen Faktoren spielte, wie eingangs erwähnt, auch die wirtschaftliche Entwicklung eine bedeutende Rolle für die Gründung der Ratingagenturen. Der Markt für *Government* und *Municipal Bonds* ist im Laufe des Ausbaus des Schienennetzes rapide gewachsen.

Doch nicht nur infrastrukturelle Maßnahmen haben zu einem derartigen Zuwachs der Nachfrage geführt.²³ Durch den Devisenzufluss bis zu Beginn der dreißiger Jahre konnten die USA ihre Schulden fast vollständig begleichen. Somit wurden Möglichkeiten zu Neuinvestitionen geschaffen, welche wiederum die Nachfrage nach Wertpapieren steigerten.

Obwohl die Agenturen also an Bedeutung gewonnen hatten, beschränkte sich ihr Einkommen größtenteils auf die Einkünfte aus dem Verkauf von Unternehmensberichten. Als man jedoch zu Beginn der dreißiger Jahre damit begonnen hatte, den Wertpapierhandel zu regulieren, änderte sich dies schlagartig: Von nun an war es den Sparkassen und Pensionsfonds durch das *United States Treasury Department*²⁴ untersagt, Schuldverschreibungen im Portfolio zu führen, deren Rating einen bestimmten Wert unterschritt. Da nur jene Produkte überhaupt in Frage kamen, die ein Rating erhalten hatten, entstand für die Ratingagenturen eine Art Lizenzmonopol. Gleichzeitig gab das Treasury Department so genannte *Legal Investment Lists* aus, auf denen vermerkt wurde, in welche Produkte öffentliche Kassen investieren durften.

Die relative wirtschaftliche Stabilität der vierziger Jahre führte zu einer Stagnation des Ratinggeschäftes, da die Unsicherheit bezüglich der Bonität der Emittenten verhältnismäßig gering war. Mit dem Tod John Moodys geriet die Ratingbranche 1958 zum ersten Mal in ernsthafte Schwierigkeiten und musste in der Folge die Mitarbeiterzahlen drastisch kürzen.²⁵ Es entstanden außerdem Zweifel am Informationsgehalt kommerzieller Ratings, insbesondere in Bezug auf den vermeintlichen Mehrwert gegenüber der Markteinschätzung oder der

²³ Vgl. unter Anderem Sylla 2002, S.6

²⁴ Vergleichbar mit dem Ministerium für Finanzen

²⁵ Teilweise waren in den Agenturen lediglich sechs Analysten angestellt

Risikobestimmung über *Credit Spreads*²⁶, da es trotz der Vielzahl von *Investment Grade-Ratings* immer wieder Perioden mit besonders hohen Ausfallraten gegeben hatte.²⁷

Die frühen 70er Jahre sind vor allem durch zunehmende finanzielle Globalisierung geprägt. Zudem wird ein ähnlich deutlicher Anstieg der Wertpapiergeschäfte verzeichnet, wie einst bei der Gründung der ersten Ratingagentur von John Moody zu Beginn des 20. Jahrhunderts.

Entscheidend für diesen Anstieg war neben der Internationalisierung des Wertpapierhandels, durch die nun auch vermehrt ausländische Investoren in heimische Staatsanleihen investierten, auch das gestiegene Durchschnittseinkommen der amerikanischen Bevölkerung, welches ebenfalls zur Vergrößerung des Investorenkreises beigetragen hatte.

In der Folge waren Banken, die nach wie vor mit der Bewertung von Staats- und Unternehmensanleihen betraut wurden, anhand der Vielzahl möglicher Alternativen teilweise überfordert. Die Ratingagenturen waren eine willkommene Unterstützung wenn es darum ging, die eigenen Bewertungen zu validieren, oder die Verantwortung für eine Empfehlung abzugeben.

Darüber hinaus gab es zwei weitere Entwicklungen, die das Ratinggeschäft nachhaltig beeinflusst haben: Der stabile Wertpapiermarkt hatte die Agenturen in den Jahren zuvor beinahe überflüssig gemacht. Nun, da sich die wirtschaftliche Situation verschlechterte, wurde wieder mehr Wert auf die Kreditwürdigkeit der Emittenten gelegt und die Ratingagenturen von der SEC wieder verstärkt für regulative Zwecke eingesetzt.²⁸ Hieraus entstand der Terminus *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*. Die SEC verschärfte die Auflagen, wonach ein Großteil von Institutionen wie Sparkassen

²⁶ Die Bedeutung und Funktion von Credit Spreads wird in Kapitel 7 noch einmal genauer erläutert

²⁷ vgl. Sylla 2002, S.13

²⁸ vgl. Sylla 2002, S.19

oder Pensionsfonds nur noch in Produkte investieren durfte, die von mindestens einer NRSRO bewertet wurden.²⁹

Doch auch potentielle Emittenten hatten ein gesteigertes Interesse daran, ihre eigenen Produkte von Ratingagenturen bewerten zu lassen. Auf diese Weise konnten sie wettbewerbsfähig bleiben, und sich beispielsweise durch ein besonders gutes Rating günstiger refinanzieren.³⁰

Von diesem Zeitpunkt an erfuhren die Ratingagenturen ein stetes Wachstum bei dem auch die Mitarbeiterzahlen von Standard & Poor's³¹ immer weiter anstiegen.³²

Das rapide Wachstum des Wertpapiermarktes, unter anderem durch die Emission neuer Finanzprodukte, auf die später noch genauer eingegangen werden soll, spielt auch in der aktuellen Diskussion um mögliche Ursachen der Finanzmarktkrise eine bedeutende Rolle. Das Marktvolumen gehandelter Wertpapiere entwickelte sich überproportional zur Anzahl der beschäftigten Analysten bei den Agenturen.³³ Dies bedeutete, dass eine, von einem bestimmten Zeitpunkt an gleichbleibende oder nur langsam steigende Anzahl von Mitarbeitern auf einmal ein Vielfaches der bisherigen Produkte bewerten musste³⁴. *Bond Rating* wurde zu einem lukrativen Geschäft in dem im Jahresumsätze von über 400 Millionen Dollar erwirtschaftet werden konnten.

Es soll nun der daraus resultierende Paradigmenwechsel in der Ratingbranche analysiert werden.

²⁹ vgl. Cantor/Packer 1994, S.5 ff

³⁰ Je höher das Rating, desto geringer sind die Zinsen, die ein Unternehmen oder eine Regierung für ausgegebene Anleihen zahlen muss da das Risiko eines Ausfalls, beispielsweise einer AAA bewerteten Anleihe sehr gering ist.

³¹ Standard Statistics hat sich 1941 mit der Poor's Publishing Company zu Standard & Poor's zusammengeschlossen. 1966 erfolgte die Übernahme durch den McGraw-Hill Verlag (Partnoy 1999, S. 639)

³² 1980 hatte S&P 30 Analysten im industriellen Bereich. 15 Jahre Später waren es bereits 800 Analysten und 1200 Mitarbeiter insgesamt. (vgl. Sylla 2002 S. 16)

³³ Siehe hierzu u.a. SEC Report, 2008, S.10

³⁴ SEC Report, 2008, S.10

2. Paradigmenwechsel: Von Investor Initiated Ratings zu Issuer Initiated Ratings

Zeitgleich zur Einführung des Status der Nationally Recognized Statistical Rating Organization vollzog sich Mitte der 1970er Jahre ein bedeutender Wandel im Geschäftsmodell der Ratingagenturen: Generierten die Agenturen ihre Umsätze bislang aus dem Verkauf von Berichten, Abonnements und Auftragsbewertungen für potentielle Investoren und hatten Emittenten die Ratings ihrer eigenen Produkte seither sogar kostenlos erhalten³⁵, so mussten von nun an sie, die Emittenten, für die Ratings bezahlen.

Ausschlaggebend waren insbesondere technologische Innovationen, vor allem die Markteinführung des Kopiergerätes und damit verbundene relativ kostengünstige Fotokopien, mit Hilfe derer vor allem Trittbrettfahrer günstig an Ratings herankommen konnten, als dies durch den Direktbezug der Fall gewesen wäre. Als Folge daraus erwirtschafteten die Ratingagenturen nicht mehr genügend Umsatz, um die Kosten für die Recherche und Zusammenstellung der Berichte zu decken. Das Geschäft wurde immer weniger profitabel.

Ähnlich wie zu Beginn der 30er Jahre hat die wirtschaftliche Instabilität allerdings die Nachfrage nach öffentlichen Ratings erhöht. Der bis zu diesem Zeitpunkt größte Ausfall einer Unternehmensanleihe, die Insolvenz der Eisenbahngesellschaft *Penn Central*,³⁶ wirkte hierbei wie ein Brandbeschleuniger. Durch diesen Bankrott wurden Papiere im Gesamtwert von 82 Millionen Dollar³⁷ vernichtet und die allgemeine Unsicherheit erhöhte sich dramatisch – nicht zuletzt, weil die beiden Unternehmen, aus deren Zusammenschluss die *Penn Central* gegründet worden war, in den Jahren zuvor stets schwarze Zahlen geschrieben hatten.

³⁵ vgl. Cantor/Packer 1994, S.4

³⁶ Siehe u.a. New York Times, 27. April 2008: Triple-A-Failure

³⁷ vgl. Partnoy 1999, S. 647

Um in dieser Situation das Vertrauen der Anleger zurückzuerlangen, sind viele Emittenten nun von sich aus auf die Agenturen zugegangen, um ihre Anleihen bewerten zu lassen. Der *Signaling Effect* positiv bewerteter Produkte gewann im Laufe der 70er Jahre immer mehr an Bedeutung und das institutionalisierte Bewerten eigener Anleihen wurde gängige Marktpraxis.³⁸ Emittenten hatten ein gesteigertes Interesse daran, ihre eigenen Produkte von Ratingagenturen bewerten zu lassen und waren bereit, dafür Gebühren zu zahlen, da sie mit positiven Ratings wettbewerbsfähig bleiben und sich beispielsweise durch ein besonders gutes Rating günstiger refinanzieren konnten.³⁹

Die Entwicklung dahin, dass nun die Emittenten für die Ratings bezahlten und diese auch in Auftrag geben mussten, beschreibt einen Paradigmenwechsel von Investor Initiated Ratings zu Issuer Initiated Ratings in der Finanzbranche.

Für die strauchelnden Ratingagenturen war dies eine willkommene Entwicklung, da sie durch die Gebühren nun nicht mehr auf den Verkauf ihrer Ratingberichte angewiesen waren.⁴⁰ Hinzu kam, dass immer mehr regulative Bestimmungen staatlicher Behörden auf die Ratings der Agenturen Bezug nahmen.

Von diesem Zeitpunkt an erfuhren die Ratingagenturen ein stetes Wachstum, bei dem auch die Mitarbeiterzahlen von Standard & Poor's⁴¹ immer weiter anstiegen.⁴²

Das rapide Wachstum des Wertpapiermarktes, unter anderem durch die Emission neuer Finanzprodukte, auf die später noch genauer eingegangen

³⁸ vgl. Cantor/Packer 1994, S.4

³⁹ Je höher das Rating, desto geringer sind die Zinsen, die ein Unternehmen oder eine Regierung für ausgegebene Anleihen zahlen muss da das Risiko eines Ausfalls, beispielsweise einer AAA bewerteten Anleihe sehr gering ist.

⁴⁰ Moodys hat bereits 1970 die ersten Gebühren für seine Ratings erhoben. S&P folgte ein paar Jahre später (Cantor/Packer 1994, S.4)

⁴¹ Standard Statistics hat sich 1941 mit der Poor's Publishing Company zu Standard & Poor's zusammengeschlossen. 1966 erfolgte die Übernahme durch den McGraw-Hill Verlag (Partnoy 1999, S. 639)

⁴² 1980 hatte S&P 30 Analysten im industriellen Bereich. 15 Jahre Später waren es bereits 800 Analysten und 1200 Mitarbeiter insgesamt. (vgl. Sylla 2002 S. 16)

werden soll, spielt auch in der aktuellen Diskussion um mögliche Ursachen der Finanzmarktkrise eine bedeutende Rolle. Das Marktvolumen gehandelter Wertpapiere entwickelte sich überproportional zur Anzahl der beschäftigten Analysten bei den Agenturen.⁴³ Dies bedeutete, dass eine von einem bestimmten Zeitpunkt an gleichbleibende oder nur langsam steigende Anzahl von Mitarbeitern auf einmal ein Vielfaches der bisherigen Produkte bewerten musste.⁴⁴ *Bond Rating* wurde zu einem lukrativen Geschäft in dem im Jahresumsätze von über 400 Millionen Dollar erwirtschaftet werden konnten.

Die folgende Abbildung zeigt, einen deutlichen Anstieg von Verweisen auf NRSROs seitens der SEC im Zeitraum von 1973 bis 2000:

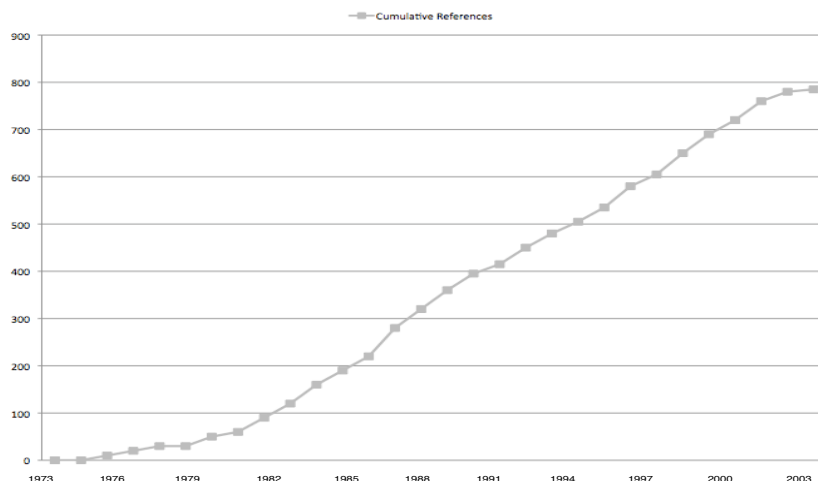


Abbildung 1.: Kumulierte Verweise auf NRSROs bei der Regulierung von Wertpapieren zwischen 1973 und 2000 (Quelle: Partnoy 2001, S. 76)

Diese Möglichkeit zur Vergabe „regulativer Lizenzen“⁴⁵ wird vor allem deshalb besonders kontrovers diskutiert, da sich der Wert der Ratings nun nicht mehr über die Qualität und Präzision bestimmt, sondern über das Reduzieren von mit Regulierung verbundenen Kosten – sowohl für Emittenten als auch für Investoren.

⁴³ Siehe hierzu u.a. SEC Report, 2008, S.10

⁴⁴ ebd.

⁴⁵ vgl. Partnoy 1999, S. 681 ff

Während der Paradigmenwechsel hin zu *Issuer Initiated* Ratings den Grundstein in der Ratingbranche für das starke Wachstum der Ratingagenturen in den folgenden Jahren legte, so offenbarte dieses Geschäftsmodell auch enormes Konfliktpotential, auf das in den Kapiteln 4 und 5 detailliert eingegangen wird.

3. Der Rating Prozess am Beispiel von *Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)*

Strukturierte Produkte, wie beispielsweise hypothekenbesicherte Unternehmensanleihen, gelten aufgrund ihrer Komplexität als eine der Ursachen der Finanzmarktkrise.

Doch müssen sich nicht nur die „Erfinder“ dieser Produkte der öffentlichen Kritik stellen. Auch den Ratingagenturen wird fehlerhafter Umgang mit diesen Produkten vorgeworfen. So beschreibt die SEC in ihrem Report vom Juli 2008, dass zwei der drei untersuchten Agenturen, beispielsweise hinsichtlich erforderlicher Neueinstellung von Personal und Ratingmethoden nicht angemessen auf das enorme Marktwachstum bei *Collateralized Debt Obligations* reagiert hätte.⁴⁶

3.1 Residential Mortgage Backed Securities

*Mortgage Backed Securities*⁴⁷ sind Wertpapiere, welche durch Hypotheken bzw. die Zahlung von Hypothekenzins- und Tilgungsraten besichert sind. So würde zum Beispiel eine „normale“ Geschäftsbank⁴⁸ die gesamten Forderungen, die sie aus Hypothekenkrediten gegen ihre Kunden hat an eine Investmentbank verkaufen. Diese hat nun Anspruch auf sowohl die Zins- als auch die Tilgungszahlungen der Kunden der Geschäftsbank und bündelt diese

⁴⁶ vgl. SEC Report 2008, S. 10 ff und Mason/Rosner 2007, S. 34 ff

⁴⁷ Die Definition folgt der Erklärung durch die SEC aus dem *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Agencies* vom 8. Juli 2008

⁴⁸ Seit 1932 wird zwischen Geschäfts- und Investmentbanken unterschieden (Glass-Steagall Act 1932)

Ansprüche nun in einer von der Bank hierfür gegründeten Zweckgesellschaft. Von dieser Zweckgesellschaft können nun Anleihen ausgegeben werden, deren Rendite sich nach den unterschiedlichen Risikoklassen der einzelnen Tranchen bemisst, in die die Gesellschaft zuvor unterteilt wurde.

Dabei wird grundsätzlich wird in *Senior*-, *Mezzanine*- und *Equity*-Tranchen unterteilt, wobei Anleger der Senior-Tranche das geringste Risiko tragen, da sie im Fall eines Ausfalls als erste ausbezahlt werden.

Chart 3
Typical CDO Tranching

TRANCHES		RATINGS
A-1 Floating Rate Revolving Facility	A-2 Fixed Rate Tranche	Triple-A or Double-A
B-1 Floating Rate Tranche	B-2 Fixed Rate Tranche	Single-A
C Fixed or Floating Rate Tranche		Triple-B
D Fixed or Floating Rate Tranche		Double-B
Equity (Most Subordinate Tranche)		Not Rated

Source: JPMorgan.

Abbildung 2.:Tranchierung einer Special Purpose Entity (JPMorgan CDO Handbook)

Anleger der Equity-Tranche tragen das größte Risiko, erzielen dafür jedoch höhere Renditen auf ihr eingesetztes Kapital, solange das zugrunde liegende Produkt nicht ausfällt. Darüber hinaus gibt es noch zwei weitere Möglichkeiten, die Liquidität einer solchen Zweckgesellschaft zu sichern: Zum einen könnte die Investmentbank durch Übersicherung eine weitere Equity-Tranche erstellen, die – im Falle von Verlusten – als erste aufgelöst wird. Aber auch die Schaffung eines Reservekontos durch sogenannte *Excess Spreads*.⁴⁹

Im Falle der Residential Mortgage Backed Securities müsste für so einen Totalausfall zunächst ein Großteil der Hypothekenbesitzer zahlungsunfähig werden. Da die Wertpapiere mit den Häusern der Kreditnehmer besichert sind

⁴⁹ Excess Spreads: Zinsen zuzüglich Provision abzüglich Kosten und Gebühren

und die Investmentbanken diese Hypotheken nun auslösen könnten, müsste für einen Totalausfall gleichzeitig der Immobilienmarkt kollabieren. Dass eine derartige Aneinanderreihung ungünstiger Zustände nicht so unwahrscheinlich ist wie ursprünglich angenommen, beweist die aktuelle Situation.

3.2 Das Rating von hypothekenbesicherten Wertpapieren

Die Verfahren der Ratingagenturen *Standard & Poors*, *Moody's* und *Fitch Ratings* zur Bewertung von RMBS⁵⁰ unterscheiden sich nur unwesentlich von einander.⁵¹ Grundsätzlich geht es der Ratingagentur darum, eine Einschätzung darüber abgeben zu können, ob das Produkt des Emittenten so strukturiert ist, dass der Emittent seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann. Tritt also eine Investmentbank an eine Ratingagentur heran, um die auszugebenden Anleihen der Zweckgesellschaft bewerten zu lassen, so werden von der Ratingagentur die einzelnen Tranchen bewertet, wobei die niedrigste Equity-Tranche (*junior*) ausgelassen wird.

Der Emittent stellt der Ratingagentur hierfür alle Daten, die er preisgeben kann bzw. preisgeben möchte zur Verfügung. Hierzu gehören unter anderem die Tilgungssumme der unterliegenden Hypothek, der geografische Standort des Grundstücks, bisherige Kreditaufnahmen und Schuldverhältnisse des Kreditnehmers, erster und zweiter Wohnsitz, sowie das Verhältnis der geliehenen Geldsumme zum Wert des Grundstücks.

Im Folgenden ernennt die Ratingagentur nun einen *Lead Analyst* der auf Grundlage dieser Daten die Kapitalstruktur der Zweckgesellschaft untersucht. Eine wichtige Rolle spielen hierbei vor allem die *Credit Enhancements*, also die Sicherungen der einzelnen Tranchen. Je mehr Tranchen unterhalb einer Tranche liegen, desto sicherer ist die Anlage und desto besser ist in der Regel das Rating.

⁵⁰ vgl. ausführlicher: SEC Report S.6 ff.

⁵¹ vgl. SEC Report 2008, S.7, und Cantor and Packer 1994, S. 5

Mit Hilfe von Verlufterwartungsmodellen werden nun Szenarien simuliert, bei denen unterschiedlich stark ausgeprägte externe Faktoren Einfluss auf die Performance der entsprechenden Tranche haben. Auf Grundlage dieser Modelle wird anschließend ermittelt, wie viel „Puffer“ eine Tranche für ein bestimmtes Rating benötigt, bzw. inwieweit überhaupt die Kriterien für dieses Rating erfüllt werden. Kommt der Analyst zu dem Ergebnis, dass für die vorliegende Struktur ein positives Rating unwahrscheinlich ist, so teilt er dies dem Emittenten mit. Dieser hat dann entweder die Möglichkeit, das schlechtere Rating zu akzeptieren oder das Produkt so umzustrukturieren, sodass die Voraussetzungen für ein besseres Rating erfüllt sind. Oder er kann gänzlich auf das Rating verzichten. Grundsätzlich zielen die Emittenten stets auf größtmögliche Senior-Tranches ab, da diese durch die besseren Ratings am günstigsten zu refinanzieren sind.

Im nächsten Schritt untersucht der Analyst die zukünftigen Cash Flows der Zweckgesellschaft, die durch Zins- und Tilgungszahlungen der Kreditnehmer zu erwarten sind und stellt sie den Zahlungsströmen der jeweiligen Tranchen gegenüber. Es gilt zu beachten, dass nicht nur die monatlichen Auszahlungen der Zweckgesellschaft, sondern auch ihre administrativen Kosten durch die Zahlungen aus den Hypotheken gedeckt werden müssen.⁵² Im Anschluss an diese Untersuchung werden die Ergebnisse an die Vorgesetzten, oder *Senior Analysts* weitergereicht, welche dann in der Form eines Rating-Komitees über die Ratings der einzelnen Tranchen abstimmen und die Ergebnisse dann an den Emittenten weitergeben. Der Emittent hat unter Umständen die Möglichkeit, das Rating anzufechten, sodass es zu einer nochmaligen Bewertung kommen kann, die jedoch nicht zwangsweise ein anderes Rating hervorbringt.

Sobald der Emittent ein Rating akzeptiert, wird dieses veröffentlicht und das zugrunde liegende Produkt von nun an beobachtet. Nach Angaben der SEC wird die Agentur in der Regel nur dann bezahlt, wenn das Rating auch veröffentlicht wird. Fälle in denen eine Gebühr für die geleistete Arbeit entrichtet

⁵² vgl. SEC Report 2008, S. 8

wird, obwohl das Rating nicht veröffentlicht wurde, sind dabei eher die Ausnahme.⁵³

4. Delegated Monitoring und unvollkommene Märkte

„The most difficult issues arose in analyzing competitive equilibrium, in economies in which individuals have limited information, making inferences based on available information“⁵⁴

Der historische Überblick hat bereits angedeutet, dass es insbesondere eine Entwicklung gab, die sich sehr zu Gunsten der Ratingagenturen ausgewirkt hat: der zunehmende Verlust von Reputational Capital durch die Investmentbanken. Die Agenturen wurden als Monitore der Investmentbanken und anderer Emittenten eingesetzt, um durch Moral Hazard auftretende Probleme, wie den Missbrauch des bereitgestellten Kapitals, zu verhindern oder wenigstens zu minimieren. Mittlerweile sind sie selbst zum Problem geworden und die Diskussion um eine sinnvolle Form der Überwachung der Ratingagenturen ist aktueller denn je.

Auf unvollkommenen Märkten, wie sie in der Praxis die Regel sind, werden Informationen zu kostbaren Gütern und Finanzintermediäre wie Banken und Versicherungen verdienen einen Großteil ihrer Umsätze damit, diese Kosten sowohl für Anleger als auch für Emittenten gering zu halten.

Das Konzept des *Delegated Monitoring* dient explizit der Externalisierung der Kosten, die dieser aufwändige Beobachtungsprozess verursacht.⁵⁵ Hieraus folgt, dass die *Intermediaries* beim Sammeln von Informationen nun einen erheblichen Kostenvorteil gegenüber den involvierten Parteien haben. Diese Informationsasymmetrie führt wiederum zu Anreizproblemen die insbesondere am Kapitalmarkt schwerwiegende Konsequenzen haben können: Ein

⁵³ SEC Report 2008, S. 9

⁵⁴ Stiglitz 2000, S. 1451

⁵⁵ Diamond 1984, S. 393

Investmentbanker in der entsprechenden Position konnte, wenn er beispielsweise Informationen über die solide Eigenkapitalausstattung des betreuten Unternehmens besaß, gegenteilige Behauptungen verbreiten und somit den Preis für Unternehmensanteile manipulieren, um sich selbst verhältnismäßig günstig mit Anteilen auszustatten. Zu dem Zeitpunkt, an dem das Unternehmen dann die tatsächlichen Zahlen veröffentlicht, steigt der Wert der Anteile des Insiders und er kann sie gewinnbringend verkaufen.

Gleiches gilt natürlich auch, wenn er Informationen über bevorstehende Gewinnwarnungen hat. In diesem Fall kann er seine Anteile, so er welche besitzt, zuvor noch ohne Verlust veräußern, oder positive Nachrichten streuen um kurzfristig noch höhere Gewinne zu realisieren.

Insidertrading ist selbstverständlich nicht auf die Mitarbeiter von Investmentbanken beschränkt, doch kommt ihnen ob ihrer Beratungsfunktion vor diesem Hintergrund eine besondere Bedeutung zu, da sie nun nicht mehr nur Gebühren für ihre *Underwritings* und Beratungsleistungen erhalten, sondern auch noch zu Stakeholdern an den betreuten Unternehmen und deren Umfeld werden.

Während Banken und Versicherungen im Idealfall eine Vielzahl von Einkommensquellen besitzen (klassisch die Vergabe von Krediten, Versicherung gegen Schäden) so ist für die Ratingagenturen die Existenz von Informationsasymmetrien auf dem Kapitalmarkt die maßgebliche Daseinsberechtigung. Auch wenn es sich bei den Informationen in den Berichten der Ratingagenturen in den ersten zwei Dritteln des 20. Jahrhunderts lediglich um eine Zusammenstellung öffentlich zugänglicher Unternehmenszahlen handelte, so hätte allein das Sammeln dieser Informationen für potentielle Investoren erhebliche Zusatzkosten bedeutet. Da der Markt für Ratingagenturen zu jener Zeit noch nicht durch die SEC reguliert wurde, waren diese ganz besonders auf die Zuverlässigkeit ihrer Berichte angewiesen, da sie sonst schnell Marktanteil verlieren konnten.

In der aktuellen Diskussion um mögliche Ursachen für den Zusammenbruch des internationalen Finanzsystems wird den Ratingagenturen auf unterschiedlichen Ebenen Versagen vorgeworfen. Angefangen von dem grundsätzlichen Problem der Issuer Initiated Ratings welche einen eklatanten Interessenskonflikt herbeiführen, da es die Emittenten der zu bewertenden Produkte sind, die für die Ratings bezahlen. Der Markt für solche Ratings wäre bedeutend kleiner, wenn Investment-Grade Ratings nur selten verteilt würden.

Nach einer aktuellen Studie von Becker und Milbourn sind jedoch die Ratings insbesondere zu einer Zeit überdurchschnittlich gut geworden, als der Wettbewerb zwischen den Agenturen stärker wurde.⁵⁶ Hierbei soll auch das Phänomen des *Ratings Shopping* genauer betrachtet werden, bei dem der Emittent eines Produktes zunächst mehrere Shadow Ratings⁵⁷ in Auftrag gibt und dann das beste zur Veröffentlichung auswählt. Der zweite Kritikpunkt ist die Frage danach, ob die Ratingagenturen der wachsenden Komplexität strukturierter Finanzprodukte überhaupt gewachsen sind. Hierbei wird noch einmal die nur bedingte Anpassung der Mitarbeiterzahlen an das Marktwachstum von *Collateralized Debt Obligations* eine Rolle spielen, aber auch die Frage danach, warum mit zunehmender Komplexität eines Produktes der Anreiz für das oben erwähnte *Ratings Shopping* gesteigert wird.

4.1 Der Issuer Pays Konflikt

Aus dem Umstand, dass die Emittenten nun die Auftraggeber für die Ratings ihrer eigenen Produkte bzw. Unternehmen waren, ergab sich für die Ratingagenturen ein Interessenskonflikt, der zuvor noch keine Rolle gespielt hatte: Die Vergabe positiver Ratings macht zukünftige Aufträge durch den gleichen Emittenten wahrscheinlicher, da dieser durch ein positives Rating seine Kapitalkosten niedrig halten kann und ein positives Rating selbstverständlich auch eine enorme Signaling-Wirkung hat. Ein Emittent würde

⁵⁶ Fitch Ratings hat nach einer Rekapitalisierung 1989 deutlich an Marktanteil gewonnen. Nach Becker und Milbourn (2008) bedeutete dies nicht nur einen Anstieg der AAA-Ratings, sondern gleichzeitig einen Verlust an Informationsgehalt der Ratings.

⁵⁷ Shadow ratings sind Ratings die unverbindlich eingeholt werden und dem Emittenten eine Einschätzung der Güte seines Produktes geben.

sich, so er nicht aufgrund gesetzlicher Bestimmungen dazu gezwungen ist, nur dann für ein Rating entscheiden, wenn die aus dem Rating resultierenden Kapitalkosten mindestens um den Betrag geringer sind, den das Beauftragen einer Ratingagentur kosten würde.⁵⁸

Um den aus der Bezahlstruktur resultierenden Interessenskonflikt etwas deutlicher zu machen, wird im Folgenden die Kompensation der Ratingagenturen näher erläutert.

4.1.1 Kompensation

Sowohl Moody's als auch S&P erstellen grundsätzlich Ratings für sämtliche Emissionen, die bei der SEC registriert sind, ob diese von den Emittenten gefordert sind oder nicht.⁵⁹ Allerdings unterscheiden sich angeforderte von nicht angeforderten Ratings, da den Ratingagenturen für nicht angeforderte Ratings lediglich Informationen zur Verfügung stehen, die anderen Marktteilnehmern ebenfalls zugänglich sind. Nach Angaben von S&P werden sowohl für ausländische Firmen als auch für strukturierte Produkte ausschließlich Auftragsratings durchgeführt.⁶⁰

Erstaunlicherweise sind die Produkte deren Ratings nicht in Auftrag gegeben wurden im Durchschnitt schlechter bewertet worden als Produkte bei denen ein Auftragsrating stattgefunden hat.⁶¹ Dies könnte zum einen bedeuten, dass die Ratingagenturen Anreize setzen wollen, um die Emittenten zu einem gebührenpflichtigen und somit wahrscheinlich besseren Rating zu bewegen. Es besteht jedoch auch die Möglichkeit, dass die Ratingagenturen, da sie für Ratings die nicht in Auftrag gegeben wurden lediglich öffentlich zugängliche Informationen verwenden, aus Vorsicht schlechter bewerten, da der Ausfall ein überbewerteten Produktes Reputationsverlust bedeuten könnte.

⁵⁸ vgl. Partnoy 2001 S. 73

⁵⁹ vgl. White 2002 S. 47

⁶⁰ ebd.

⁶¹ Cantor/Packer 1994, S. 5

Wird ein Rating vom Emittenten in Auftrag gegeben, so kann dieser der Agentur detailliertere Informationen zukommen lassen. Für Auftragsratings berechnen sowohl Moody's als auch S&P 3.25 Basispunkte für Emissionen mit einem Wert von bis zu 500 Millionen Dollar.⁶² Allerdings gibt es laut White eine Untergrenze von 25.000 Dollar sowie eine Obergrenze von 125 bzw. 130 Millionen Dollar. Fitch Ratings liegt mit 2.5 Basispunkten etwas darunter.⁶³ Für Emissionen deren Wert die 500 Millionen Dollar-Grenze überschreitet werden bis zu 2 Basispunkte zusätzlich veranschlagt. Nach Angaben der Agenturen gibt es Preislisten, nach denen sich bei den Aufträgen gerichtet wird, jedoch besteht für Kunden, die häufiger Ratings veranlassen, die Möglichkeit, Preise zu verhandeln. Interessant ist hierbei die Erkenntnis, dass Fitch Ratings oftmals erst dann konsultiert wurde, wenn die Ratings von S&P und Moody's nicht zum gleichen Ergebnis kamen. White vermutet, dass dies mit der Hoffnung der Emittenten zu tun haben könnte, das dritte Rating würde das positivere Rating der beiden Vorgänger unterstützen.⁶⁴

4.2 Probleme der Bezahlstruktur

Aus der vorliegenden Bezahlstruktur ergibt sich eine Reihe von Problemen, die im weiteren Verlauf erläutert werden sollen.

4.2.1 Die Preise sind verhandelbar

Wie im vorangegangenen Absatz erwähnt, haben die Ratingagenturen zwar Preislisten, auf denen die Gebühren für ihre Dienste ausgewiesen sind. Allerdings besteht für die Emittenten, vor allem für jene, die häufig Ratings veranlassen, die Möglichkeit, die Preise zu verhandeln.⁶⁵ Es gibt zudem eindeutige Hinweise darauf, dass Analysten, die eigentlich nicht in den

⁶² White 2002, S.47

⁶³ White begründet die günstigeren Konditionen von Fitch Ratings mit der geringeren Größe der Agentur, die über den Preis wettbewerbsfähig bleiben will. Dies könnte auch der Grund sein warum Fitch keine zusätzlichen Ressourcen auf *unsolicited* Ratings verwenden kann.

⁶⁴ Vgl. Cantor/Packer 1997, S. 1405 ff

⁶⁵ White 2002, S. 15 ff; aber auch Bolton Freixas und Shapiro 2008, S. 2

Preisbildungsprozess einbezogen werden sollten, Preise absichtlich nach unten korrigiert haben sollen, um wettbewerbsfähig zu bleiben:

„I am trying to ascertain whether we can determine at this point if we will suffer any loss of business because of our decision (on assigning separate ratings to principal and interest) and if so, how much?“, „Essentially, (names of staff) ended up agreeing with your recommendations but the CDO team didn't agree with you because they believed it would negatively impact business.“⁶⁶

Die SEC hebt in ihrem Bericht deutlich hervor, dass es nicht Aufgabe der Analysten sein kann, sich um den möglichen Verlust von Marktanteilen Gedanken zu machen.⁶⁷ Es sei sogar vorgekommen, dass Analysten direkt an den Preisverhandlungen teilgenommen haben.⁶⁸ Zwar sei dies seit 2007 laut firmeninterner Policen untersagt, es sei allerdings lediglich eine der drei untersuchten Agenturen dabei, aktiv *Monitoring* der Arbeitsprozesse zu betreiben.

4.2.2 Gehälter der Analysten

Ein weiterer Streitpunkt der direkt im Zusammenhang mit der Vergütung der Ratingleistung steht, sind die Gehälter der Analysten. Die Kompensation der einzelnen Mitarbeiter erfolgt nach Angaben der SEC auf Grundlage der Erfahrung und der Dauer der Betriebszugehörigkeit. Für Bonuszahlungen würden lediglich die individuelle Leistung jedes Einzelnen sowie die wirtschaftliche Situation der Agentur in Betracht gezogen werden.⁶⁹

Es ist jedem Analysten strengstens untersagt, Aktien oder Anleihen der Unternehmen zu halten, die vom Team des jeweiligen Mitarbeiters betreut werden. So müssen die Mitarbeiter von zwei der drei Agenturen eine Kopie ihrer *Brokerage Statements* an die Agenturen übermitteln. Eine Agentur

⁶⁶ Email no 32. Senior Analytical Manager to Senior Business Manager. Aus SEC Report 2008

⁶⁷ SEC Report 2008, S. 25

⁶⁸ SEC report 2008, S.24

⁶⁹ SEC Report 2008, S.25

überprüft geplante Transaktionen ihrer Analysten im Vorhinein und gibt sie erst dann frei, wenn es keine Bedenken gibt.

Trotz dieser Regeln scheint es Inkonsistenzen gegeben zu haben, die der SEC als bedenklich aufgefallen sind. Den Analysten strukturierter Produkte von zwei der drei untersuchten Agenturen war es nämlich erlaubt, Aktien jener Investmentbanken zu handeln, die diese Produkte selbst entwickelt hatten. Während es also für die Analysten scheinbar ausreichend Anreiz gibt, möglichst viel Geschäft zu generieren, um somit den Unternehmenserfolg sicherzustellen, ergibt sich aus der Bezahlstruktur, bei der eine Agentur üblicherweise nur dann für ihren Aufwand entschädigt wird, wenn das Rating veröffentlicht wird, ein weiteres Problem mit noch schwerwiegenderen Konsequenzen.

4.3 Ratings Shopping

„There is a lot of shopping that goes on... What the market doesn't know is who's seen certain transactions but wasn't hired to rate those deals“⁷⁰

Mit dieser Aussage des Präsidenten von Moody's Corporation wird eines der Grundprobleme am vorliegenden Kompensationsmodell bestätigt: Emittenten lassen ihre Produkte, so lange die Ergebnisse nicht veröffentlicht werden, von verschiedenen Agenturen bewerten und beauftragen letztlich jene Agentur, welche das für sie günstigste Rating hervorbringt. Im Hinblick auf die Auslöser der Finanzmarktkrise ergibt sich aus der Komplexität zu bewertender Produkte ein weiteres Problem: Skreta und Veldkamp (2008) haben empirische Belege dafür, dass das Ratings Shopping zunimmt, je komplexer die Produkte werden. Hinzu kommt, dass der zunehmende Wettbewerb unter den Agenturen ebenfalls zum Aufblühen des Ratings Shopping beigetragen haben soll. Insbesondere an der Schwelle zum *Investment Grade* soll es häufiger vorkommen, dass eine dritte Agentur zur Bewertung herangezogen wird, so die beiden ersten nicht zu dem vom Emittenten erwünschten Ergebnis gelangt sind. Eine weitere Frage wird also sein, inwieweit Wettbewerb im Bezug auf die

⁷⁰ Brian Clarkson, COO von Moody's im WSJ, 4. Juni 2008, zitiert im SEC Report Juli 2008

Ratingagenturen seine Daseinsberechtigung behält und ob nicht eine monopolistische oder gänzlich duopolistische Lösung die bessere Alternative wäre.

The banks pay only if (the ratings agency) delivers the desired rating...If Moody's and a client bank don't see eye-to-eye, the bank can either tweak the numbers or try its luck with a competitor like S&P, a process known as ratings shopping⁷¹

Das angeführte Zitat unterstreicht noch mal in aller Deutlichkeit den Sachverhalt, enthält aber noch keinerlei Implikationen über die Bedeutung des Ratings Shopping für strukturierte Finanzprodukte.

Der Argumentation Skretas und Veldkamps folgend ist Ratingsshopping eng an die zunehmende Komplexität der Produkte gekoppelt: Die zunehmende Komplexität der Finanzprodukte ist erst in der jüngeren Geschichte beobachtbar geworden. Die Emergenz des Ratingsshopping lässt sich, so die Autoren, ungefähr auf die gleiche Zeit datieren, wie die Entwicklung der CDOs. Es wird betont, dass die positiveren Ratings nichts mit dem oft unterstellten Versuch der Agenturen, durch höhere Ratings Wettbewerbsvorteile zu erhalten, zu tun hätten.⁷² Sie gehen davon aus, dass sämtliche Ratings vollkommen unbeeinflusst stattfinden. Der *Bias*, also die Beeinflussbarkeit des letztlich veröffentlichten Ratings, ergebe sich lediglich daraus, dass die Emittenten von einer Auswahl an Ratings das für sie günstigste auswählen könnten. Warum aber hat die Komplexität von Finanzprodukten einen scheinbar derart großen Einfluss auf das Ratingsshopping?

Skreta und Veldkamp untersuchen in ihrem Aufsatz *Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation* zunächst mehrere Umstände, unter denen ein Emittent zum Ratings Shopping verleitet werden könnte.

⁷¹ Ehem. Chef von Moody's Tom McGuire, zitiert in Skreta und Veldkamp 2008

⁷² Skreta/Veldkamp 2008, S. 4

Zunächst werden die Rahmenbedingungen des Modells erläutert: Demnach existieren auf einem Markt neben dem Emittenten, der eine bestimmte Anzahl von Produkten verkaufen will, eine unbestimmte Anzahl von Investoren, die Interesse daran haben, diese Produkte zu kaufen.

Auf diesem Markt gibt es zwei Arten von Produkten: Riskante und sichere Investitionen. Hierbei taucht nun das Problem auf, dass entweder noch gar keine Preise für diese Produkte feststehen, oder aber, dass es nicht genügend Informationen darüber gibt, ob die vom Emittenten festgelegten Preise gerechtfertigt sind. Um sich über die Rechtfertigung eines Preises ein besseres Bild machen zu können, soll nun eine Ratingagentur den Wert der Investition bestimmen.

Die von den Agenturen festgelegten Ratings sind „verzerrt“ (*noisy*), das heißt, dass sie den Wert eines Produktes nie zu einhundert Prozent wiedergeben können. Dass sie verzerrt sind, und das ist entscheidend in der Argumentation Skretas und Veldkamps, sei jedoch nicht gleichbedeutend mit der Annahme, die Ratings seien von den Agenturen bewusst verändert worden, um zusätzliches Geschäft zu generieren, sondern hängt lediglich mit dem Aufbau des Produktes zusammen: Je komplexer ein Produkt ist, desto schwieriger ist es auch für die Ratingagenturen, eine verlässliche Vorhersage über die Ertragserwartungen zu treffen. Umso verzerrter ist also das Rating.

Der zeitliche Verlauf des Ratingprozesses und die Kompensationsstrukturen der Agenturen spielen insbesondere beim Ratingsshopping eine wichtige Rolle: Wie eingangs erwähnt, wird den Emittenten nur in Ausnahmefällen das Erstellen von Shadow Ratings in Rechnung gestellt. Dies stellt den Emittenten vor mehrere Möglichkeiten: Grundsätzlich steht es ihm frei, sich für 0, 1, 2 oder 3 Shadow Ratings zu entscheiden.⁷³ Unter der Annahme, dass Investoren in der Regel risikoavers sind, ist die Wahrscheinlichkeit, dass Emittenten

⁷³ In Skreta und Veldkamp 2008 wird zwar aus Vereinfachungsgründen von zwei Agenturen ausgegangen, allerdings spielt gerade Fitch als dritte große Ratingagentur eine bedeutende Rolle, da Emittenten oftmals auf Fitch zugekommen sind, wenn sie sich bei einem Split der beiden anderen ein positives Rating von Fitch erhofft haben (s.o.)

mindestens ein Shadow Rating veranlassen, relativ groß. Die Kosten für ein Shadow Rating sind lediglich marginal und bei einem positiven Ergebnis und anschließender Veröffentlichung ließe sich die Unsicherheit der Investoren durch die zusätzlichen Informationen minimieren und der Absatz damit erhöhen. Entscheidet sich der Emittent für ein Rating, so kann das daraus folgende Ergebnis in seinen Augen entweder zu schlecht sein, woraufhin er sich entweder dazu entschließt, es dabei zu belassen und das Produkt, so es ihm erlaubt ist, unbewertet anzubieten, oder eine zweite und unter Umständen auch eine dritte Agentur aufzusuchen.

Das Rating kann aber auch gut ausfallen, was ihm wiederum die Möglichkeiten offen lässt, sich damit zufrieden zu geben und dieses Rating zu veröffentlichen, oder aber auch in diesem Fall eine, oder zwei weitere Agenturen zu konsultieren, in der Hoffnung das Ergebnis der ersten Agentur entweder zu bestätigen oder sogar ein noch besseres Rating zu erhalten.

Der zweite Fall, der vor dem Hintergrund der Diskussion um mögliche Maßnahmen zur Regulierung des Ratingprozesses eine besondere Rolle spielen könnte, ist die gesetzlich vorgeschriebene Veröffentlichung aller angefertigten Ratings durch die entsprechenden Emittenten bzw. Agenturen.

Wenn sich der Emittent bereits im Vorhinein dafür entscheiden muss, wie viele Ratings er veröffentlichen will, besteht, so Skreta und Veldkamp, keinerlei Möglichkeit, das Rating irgendwie zu beeinflussen. Die Entscheidung für oder gegen ein weiteres Rating hängt nun davon ab, wie viel Wert der Emittent auf die Berücksichtigung der Risikoaversion potentieller Investoren legt. Das bedeutet, dass der Anreiz ein weiteres Rating erstellen zu lassen steigt, je größer die Risikoaversion der Investoren eingeschätzt wird. Ein weiterer Faktor ist die Anzahl der ausgegebenen *Assets*, die vom Emittenten kontrolliert wird. Der Wert eines Ratings steigt mit der Anzahl der ausgegebenen *Assets* aufgrund von Skalenerträgen.⁷⁴

Es gibt also sowohl unter der Annahme vorgeschriebener Veröffentlichung, als auch bei freiwilliger Offenlegung der Ratingergebnisse eine Vielzahl von

⁷⁴ Skreta/Veldkamp 2008, S. 9

Gründen, die den Emittenten dazu veranlassen könnten, Ratingsshopping zu betreiben.

Doch welchen Einfluss hat nun die Komplexität der Produkte auf die Möglichkeiten des Emittenten, Ratingsshopping zu betreiben?

Die Untersuchung Skretas und Veldkamps zeigt, dass es, gemessen an der Varianz, keine monotone Beziehung zwischen der Komplexität der Produkte, und dem erwarteten Gewinn gibt: Bis zu einem bestimmten Grad an Komplexität ist es sinnvoller, lediglich ein Rating anzufordern:

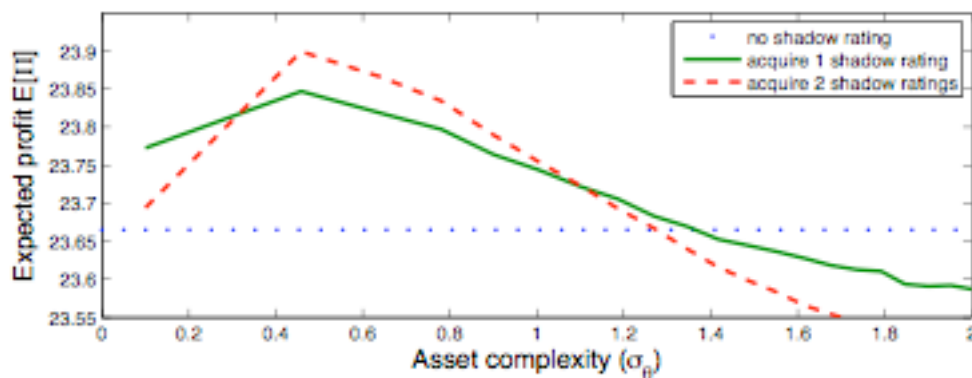


Abbildung 3: Der erwartete Wert für den Emittenten wenn er kein, eins oder zwei Shadow Ratings einholt bei unterschiedlichen Komplexitätsgraden (Siehe Skreta / Veldkamp 2008, S. 18)

Da bei einfach strukturierten Produkten die Wahrscheinlichkeit eines präzisen Ratings relativ hoch ist, stünden die zusätzlichen Kosten für ein weiteres Rating in keinem Verhältnis zum zusätzlichen Nutzen. Wird dieser Komplexitätsgrad überschritten, so kann davon ausgegangen werden, dass es sich durchaus lohnen würde ein weiteres Rating anzufordern: Die gesteigerte Komplexität verringert die Präzision mit der ein Produkt bewertet werden kann und erhöht somit die Chancen, ein besseres Rating zu erzielen und dieses dann veröffentlichen zu lassen. Da jedoch auch der Informationsgehalt eines Ratings mit steigender Komplexität sinkt, wird zwangsläufig irgendwann der Punkt erreicht, an dem sich die Anfertigung eines zweiten Ratings nicht mehr lohnt, da Investoren den Ratings nicht mehr ausreichend Informationen abgewinnen können. Ein bestimmter Grad an Komplexität steigert also den Anreiz,

Ratingsshopping zu betreiben, da es mit steigender Komplexität wahrscheinlicher wird, dass sich die Ratings von einander unterscheiden.

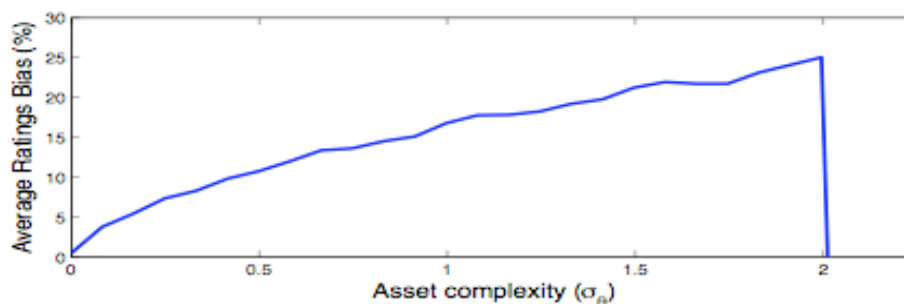


Abbildung 4: Der Prozentuale Bias in Ratings für unterschiedliche Komplexitätsgrade (Siehe Skreta / Veldkamp 2008, S. 19)

Dass auf diese Art und Weise Ratings an Informationsgehalt verlieren ist offensichtlich und zu Recht einer der größten Kritikpunkte. Möglichkeiten, Ratingsshopping zu verhindern oder wenigstens einzuschränken, sollen im weiteren Verlauf noch angesprochen werden. Zunächst möchte ich jedoch zwei weitere Phänomene näher betrachten, welches das Verhalten der Ratingagenturen maßgeblich beeinflusst: Wettbewerb und Reputation.

5. Wettbewerb und Reputation

*„Reputation is a word, which denotes the persistence of quality, and reputation commands a price (or exacts a penalty)“.*⁷⁵

Auch wenn Wettbewerb in der Privatwirtschaft in der Regel mit gesteigertem Kundennutzen, zum Beispiel durch niedrigere Preise verbunden wird, so ist er in der Diskussion um mögliche Defizite der Ratingagenturen durchaus kritisch zu betrachten. In Anlehnung an das vorige Kapitel ist festzuhalten, dass sich die Möglichkeiten, Ratingsshopping zu betreiben, erhöhen, je mehr Ratingagenturen konsultiert werden können.⁷⁶ Dies liegt nicht nur daran, dass

⁷⁵ Stigler 1961, S 224

⁷⁶ Skreta/Veldkamp 2008, S. 25

nun mehr Agenturen zur Auswahl stehen. Der Wettbewerbsdruck würde dazu führen, dass die Preise für Shadow Ratings fallen würden, was letztlich die Emittenten dazu führen könnte, mehrere Shadow Ratings einzuholen. Eine Frage die sich grundsätzlich stellt, ist, warum es im Ratinggeschäft überhaupt so etwas wie Wettbewerb gibt.

Wenn es beim Rating darum geht, die Qualität eines Produktes unvoreingenommen zu bewerten, so würde entsprechender Wettbewerb dafür sorgen, dass dies so gut wie möglich erfolgt. Doch hier tauchen bereits erste Probleme auf: Die Ratingagenturen mögen ähnliche Kenngrößen haben, anhand derer sie die Güte einer Investition beschreiben können. Die dahinter stehenden Methodiken unterscheiden sich bisweilen jedoch grundlegend.⁷⁷ Für den Emittenten spielt der qualitative Informationsgehalt der Ratings lediglich eine untergeordnete Rolle⁷⁸. Er möchte, in dem er sein Produkt bewerten lässt, ein Signal für Investoren geben, dass dies eine sichere Investition ist. Für die Ratingagenturen existieren zweierlei Annahmen, die sich unter marktüblichen Bedingungen zu einem Zielkonflikt formen: Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Emittent, der ein positives Rating erhalten hat, die gleiche Agentur noch einmal beauftragt, ist größer als dies bei einem unerwünschten Rating der Fall wäre. Sollte jedoch ein Produkt, welches möglicherweise zu Unrecht eine gute Bewertung erhalten hat, ausfallen, so besteht für die Ratingagentur die Gefahr des Reputationsverlustes.

Reputationsverlust bedeutet, dass den Ratings der entsprechenden Agentur nicht mehr der ausgewiesene Informationsgehalt zugesprochen wird und Investoren diese Ratings nicht mehr als Hilfestellung bei Investitionsentscheidungen heranziehen, womit auch der Nutzen für den Emittenten stark abnimmt. Das Streben nach Aufrechterhaltung des guten Rufes ist eines der Hauptargumente der Ratingagenturen bei dem Versuch, Angriffe auf die eigene Integrität abzuwehren. Doch bietet die Sorge um den Verlust von Reputational Capital tatsächlich ausreichend Anreiz um

⁷⁷ Cantor/Packer 1997, S. 1416

⁷⁸ Becker Millbour 2008, S. 21

wahrheitsgemäße Ratings zu liefern und Gefahr zu laufen, die Kunden eventuell durch ein schlechtes Rating zu verlieren?

In der jüngeren Literatur gib es vor allem zwei Aufsätze die dieser Ansicht sehr kritisch gegenüber stehen. Der erste, verfasst von Jérôme Mathis, James McAndrews und Jean-Charles Rochet enthält ein Modell, welches sich explizit mit der strategischen Ausrichtung der Ratingagenturen auseinandersetzt.

Es existieren demnach zwei Typen von Agenturen: Typ 1 ist auf wahrheitsgemäße Ratings bedacht, wohingegen Typ 2 strikt opportunistisch agiert, also die Maximierung zukünftiger Ertragschancen im Auge behält.⁷⁹ Allerdings ist weder für Investoren noch für Emittenten im Vorhinein erkennbar um welchen Typ es sich handelt, da eine opportunistische Agentur erst dann entdeckt wird, wenn ein zu Unrecht gut bewertetes Produkt ausfällt. Auch hier spielt die Komplexität der Produkte wieder eine Rolle, da der Erfolg einer Investition maßgeblich von der Genauigkeit der Bewertung abhängt, und diese, wie oben beschrieben, stark mit dem Aufbau eines Produktes korreliert. Das Modell von Mathis, McAndrews und Rochet geht über mehrere Perioden und sieht vor, dass die Teilnehmer am Ende jeder Periode drei mögliche Ergebnisse beobachten können:

1. Es wurde ein gutes Projekt finanziert
2. Es wurde ein schlechtes Projekt finanziert
3. Es wurde gar kein Projekt finanziert

Entsprechend der Ergebnisse am Ende jeder Periode verändert sich auch die Reputation der Ratingagenturen, wobei diese Veränderung eine Funktion der Wahrscheinlichkeit ist, mit der eine Agentur einem schlechten Projekt ein gutes Rating gibt.

⁷⁹ Mathis/McAndrews/Rochet 2008, S. 6

Um den Reputationsbildungsprozess zu verdeutlichen, ohne jedoch zunächst die entsprechenden Formeln herzuleiten da dies den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde, bediene ich mich dem im Aufsatz angeführten Beispiel.⁸⁰

Angenommen eine opportunistische Ratingagentur hat am Anfang eine relativ geringe Reputation von $q=0.35$. Sie beschließt nun lediglich 15% der schlechten Projekte positiv zu bewerten woraufhin die Reputation mit einer Wahrscheinlichkeit von 8.5 % steigt und ein Ausfall droht nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 1,5 %. Dieser Prozess geht nun über mehrere Perioden, bis zu dem Punkt, an dem die Agentur eine relativ gute Reputation, hier $q=0.82$, erreicht hat. Von nun an wird die Agentur nachlässiger und vergibt an 55% der schlechten Projekte gute Ratings. Die Wahrscheinlichkeit einer Vertrauenskrise ist zwar gestiegen, liegt jedoch immer noch bei sehr niedrigen 5,5 Prozent.

Auch wenn die Herleitung hier ausgelassen wurde so wird doch deutlich, dass es mitunter sehr lange dauern kann, bis eine opportunistische Ratingagentur ausfindig gemacht wird, was dann jedoch zu einem totalen Vertrauens- und Reputationsverlust führt. Der entstandene *Vertrauenskreislauf*⁸¹ wird von den Autoren wie folgt zusammen gefasst:

In der ersten Phase bauen die Ratingagenturen Reputation auf. Die wahrgenommene Ratinggenauigkeit ist aufgrund unzureichender Erfahrung noch relativ gering. Mit steigender Reputation steigt für die Agentur der Anreiz nun einer größeren Anzahl schlechter Projekte gute Bewertungen zu geben: „*When reputation is close enough to 1, the CRA lies with the probability 1*“.⁸² Somit steigt die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls bis zu dem Punkt, an dem es tatsächlich zum Kollaps, also einer Vertrauenskrise kommt. Die Reputation sinkt schlagartig auf null.

Aus diesem Kreislauf geht auch hervor, dass die Wahrscheinlichkeit, mit der eine opportunistische Agentur entdeckt wird, größer wird, je einfacher die

⁸⁰ Mathis/McAndrews/Rochet 2008, S. 13

⁸¹ Mathis/McAndrews/Rochet 2008, S. 14

⁸² Mathis/McAndrews/Rochet 2008, S. 11

entsprechenden Projekte zu bewerten sind. Das spricht wiederum für die These, dass die Sorge um Reputationsverlust mit abnehmender Komplexität steigt.⁸³

Und welchen Einfluss hat Wettbewerb auf die Sorge um möglichen Reputationsverlust? Das Argument, Reputational Capital sei das täglich' Brot der Ratingagenturen ist ungefähr so alt wie die Ratingbranche selbst. Doch die Voraussetzungen unter denen auf diesem Markt gehandelt wird, haben sich im Laufe des vergangenen Jahrhunderts dramatisch verändert. So hat das Reputational Capital nicht nur, wie im einleitenden historischen Überblick beschrieben, für Investmentbanker eine herausragende Bedeutung. Die Markteintrittsbarrieren waren bis in die 1970er Jahre wesentlich niedriger und das damals vorherrschende Geschäftsmodell der Investor Initiated Ratings schloss manipulierte Ratings beinahe gänzlich aus, da unzufriedene Investoren jederzeit ihre Abonnements kündigen konnten. Hätte sich zu diesem Zeitpunkt herausgestellt, dass eine Agentur ungenaue Ratings erstellt, so wäre die Reputation sehr schnell verloren gewesen.

Seitdem die SEC den Markt für Ratingagenturen durch die Einführung des Status NRSRO reguliert und sich zudem das Geschäftsmodell der Agenturen verändert hat, werden Forderungen laut, die Markteintrittsbarrieren zu senken. Der Wettbewerb beschränkt sich in den USA auf insgesamt sieben NRSROs von denen allerdings lediglich die drei größten, also Moody's, S&P und Fitch uneingeschränkt Ratings veröffentlichen dürfen und es stellt sich die Frage, wie offen der Markt tatsächlich für Wettbewerb sein sollte.

Die Autoren Becker und Milbourn untersuchen in ihrer Studie *Reputation and Competition: evidence from the rating industry* (2008) den Einfluss erhöhten Wettbewerbs auf die „disziplinierende“ Wirkung von Reputation: „*What's driving us is primarily the issue of preserving our track record. That's our bread and butter.*“⁸⁴

⁸³ Mathis/McAndrews/Rochet 2008, S. 2

⁸⁴ Thomas Mc Guire, Ehemaliger Executive Vice President von Moody's, zitiert in Becker/Milbourn 2008, S.2

In Anlehnung an Klein und Leffler⁸⁵ wird zunächst davon ausgegangen, dass Reputational Capital zur Sicherstellung von Qualität auf informationsabhängigen Märkten beiträgt. Darauf aufbauend hat die Existenz von Wettbewerb zweierlei negative Auswirkungen auf den „Reputationsmechanismus“.⁸⁶ Da gesteigerter Wettbewerb in der Regel den erwarteten Gewinn verringert, gibt es in der Folge auch weniger Anreize, Reputation aufrecht zu erhalten. Herrscht auf dem betrachteten Markt außerdem Preiselastizität der Nachfrage, so könnten die Agenturen dazu geneigt sein, Preise zu senken um somit zusätzliches Geschäft zu generieren.⁸⁷ Ein derartiges Verhalten würde, so die Autoren, ebenfalls die Bedeutung der Reputation untergraben. Allerdings, und hier spiegelt sich das Argument der Ratingagenturen wieder, könnte aktiver Wettbewerb auch dazu führen, dass die Angst um möglichen Reputationsverlust zur Sicherstellung von Qualität führt⁸⁸.

Fraglich ist, wie oben bereits erwähnt, in wieweit in den USA tatsächlich von Wettbewerb gesprochen werden kann, da es lediglich sieben Ratingagenturen gibt, die das NRSRO-Siegel der SEC erhalten haben.

Becker und Milbourn liefern empirische Belege dafür, dass die Qualität der Ratings mit zunehmendem Wettbewerb abgenommen hat. Dies ist gleichbedeutend mit einer Reduzierung der Bemühungen, bestehende Reputation aufrecht zu erhalten, oder Reputational Capital aufzubauen. Als Kennzahl für stärkeren Wettbewerb haben die Autoren den Marktanteil der Agentur Fitch Ratings verwendet, da diese als einzige den beiden Hauptakteuren Moody's und S&P ab Mitte der 1990er Jahre ernsthaft Marktanteile abnehmen konnte.⁸⁹ Ein qualitativ hochwertiges Rating würde sich, so Becker und Milbourn insbesondere durch drei Faktoren auszeichnen:

⁸⁵ Klein, Benjamin und Keith B. Leffler (1984), The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance, in: *The Journal of Political Economy*, Vol.89, (Aug. 1984) No.4, S. 615-641

⁸⁶ Becker/Milbourn 2008, S.2

⁸⁷ Becker/Milbourn 2008, S. 2

⁸⁸ Reputationsverlust muss eine wirkliche Bedrohung darstellen und das ist nur dann der Fall, wenn Kunden die Möglichkeit haben, den Anbieter zu wechseln (Becker und Milbourn 2008, S. 3)

⁸⁹ Becker/Milbourn 2008, S. 5

Es sollte akkurat, informativ und wahrheitsgemäß sein. Ein qualitativ minderwertiges Rating ist demnach „stärker von den Präferenzen der Emittenten beeinflusst“⁹⁰ was die Aussagekraft eines Ratings insgesamt verringert.

Zwar soll diese Arbeit nicht den kompletten Aufbau der Studie wiedergeben, dennoch sind einige Annahmen und Argumentationen im Bezug auf die Anreiz- und Kompensationsstrukturen und die daraus folgenden Ableitungen und Implikationen sehr wichtig. Die eben angeführten Punkte enthalten folgende Implikationen:

1. Je geringer die Qualität eines Ratings, desto näher befindet es sich im durchschnittlich am höchsten Rating AAA
2. Wenn die Qualität der Ratings infolge steigenden Wettbewerbs sinkt, dann wirkt eine Herabstufung eines Produktes noch gravierender, weil dieses Produkt den niedrigeren Standard nicht erfüllen konnte.
3. Geringere Ratingqualität führt dazu, dass ein Rating nicht mehr die zu erwartenden Zahlungsströme widerspiegelt (Die Korrelation zwischen den Erträgen einer Anleihe und der Höhe des Ratings nimmt ab)

Becker und Milbourn haben anhand empirischer Daten eine Regressionsanalyse durchgeführt um herauszufinden, ob der Marktanteil von Fitch und die durchschnittlichen Ratings aller Agenturen und die Ratings miteinander korrelieren. Das Ergebnis dieser Analyse ist eine signifikante positive Korrelation zwischen diesen beiden Parametern, welche die Autoren zu dem Schluss kommen lässt, dass intensiverer Wettbewerb auch höhere Ratings zur Folge hat.⁹¹ Ebenfalls von großer Bedeutung ist die Erkenntnis, dass mehr Wettbewerb dazu führt, dass der Informationsgehalt der Ratings sinkt. Ausgehend von der Annahme, dass die Kapitalkosten hoch bewerteter Produkte niedriger sind, als bei riskanteren Anleihen führt die schwindende

⁹⁰ Becker/Milbourn 2008, S.8

⁹¹ Becker/Milbourn 2008, S. 13

Korrelation zwischen der Güte der Ratings und der Intensität des Wettbewerbs zu der Erkenntnis, dass Wettbewerb den Informationsgehalt von Ratings reduziert.⁹²

Beide Studien scheinen eines deutlich zu machen: Die Sorge um möglichen Reputationsverlust ist aus unterschiedlichen Gründen nicht groß genug, um gänzlich unbeeinflusste Ratings hervorzubringen. Zwar spielt die Komplexität eine entscheidende Rolle wenn es darum geht, die Genauigkeit der Ratings zu bewerten. Doch die Annahme der Autoren Skreta und Veldkamp, Ratingagenturen würden gänzlich unbeeinflusst von Interessenskonflikten ihre Ratings abgeben, wird in den beiden dargestellten Studien eindeutig widerlegt. Wenn es für Ratingagenturen allerdings keinerlei Anreiz geben würde, die Wahrheit zu berichten, so wäre das nicht nur im Bezug auf deren Existenzberechtigung ein schwerwiegender Vorwurf. Auch die SEC, deren Integrität und Durchsetzungsvermögen im Hinblick auf Unstimmigkeiten auf den Finanzmärkten immer wieder gerühmt wird, würde sich nun einigen Vorwürfen gegenüber sehen. Immerhin ist die Regulierungsbehörde maßgeblich dafür verantwortlich, dass den Ratingagenturen eine derart große Bedeutung zukommt. Es ist also denkbar unwahrscheinlich, dass sich eine komplette Branche, das Credit Rating, über eine Zeitspanne von mehr als 30 Jahren mit stets der selben Rechtfertigung, der Sorge um den Reputationsverlust, zu verteidigen weiß, wenn diese Behauptung nicht wenigstens ansatzweise Wahrheit in sich trüge.

Und in der Tat spricht auch einiges dafür, dass Ratingagenturen so handeln, dass möglicher Reputationsverlust so gering wie möglich ausfallen würde. Covitz und Harrison sowie Bannier, Behr und Güttler⁹³ analysieren den Einfluss von drohendem Reputationsverlust in der Diskussion um die Frage, warum *unsolicited* Ratings⁹⁴ im Durchschnitt schlechter ausfallen als *solicited* Ratings.

Unsolicited Ratings werden auf Basis von Informationen erstellt, die dem Markt frei zugänglich sind, während der Emittent bei Auftragsratings in der Regel die

⁹² Becker/Milbourn. S.16

⁹³ Covitz/Harrison (2004) und Bannier/Behr/Güttler (2009)

⁹⁴ Unsolicited Ratings sind Ratings die nicht vom Emittenten in Auftrag gegeben worden sind.

Möglichkeit wahrnimmt, den Ratingagenturen weitere, entscheidende Informationen (*Soft Info*) zukommen zu lassen. Interessanterweise haben sich die Ratingagenturen lange Zeit dagegen gewehrt, offenzulegen, welche Ratings nun auf welcher Art von Information basieren. Seit dem die SEC im Jahr 2007 jedoch eine entsprechende Regelung getroffen hatte muss der Ursprung der Information offengelegt werden.⁹⁵

Für den empirisch belegten Unterschied der Ratinglevel gibt es zwei Erklärungsansätze mit unterschiedlichen Implikationen für die Marktteilnehmer: Der erste Ansatz führt zurück auf Akerlofs *Market for Lemons* und lässt zunächst jegliche strategischen Bemühungen seitens der Ratingagenturen außen vor. Demnach ließen sich ex-ante Unterschiede in den Ratings durch einen Self-Selection Prozess der Emittenten erklären. Es werden nur jene Emittenten für ein zukünftiges Rating bezahlen, die der Auffassung sind, dass das unsolicited Rating nicht die wahre Qualität des bewerteten Produktes widerspiegelt. Demnach würden sich *High Quality Firms* für ein solicited Rating entscheiden, und *Low Quality Firms* würden es bei dem nicht angeforderten Rating belassen.⁹⁶

Ein zweiter möglicher Grund, welcher insbesondere in der vorliegenden Abhandlung um die Anreizstrukturen der Agenturen relevant wird, ist die strategische Vergabe schlechterer Ratings um somit Anreize für die Emittenten zu setzen, ein weiteres Rating auf Gebührenbasis einzuholen. Allerdings könnten strategische Bedenken, die in die Richtung des Reputationserhaltes gehen, genauso gut der Grund für die Differenzen sein. Da den Ratingagenturen die mitunter entscheidenden *Soft Facts* fehlen, die sie nur erhalten, wenn sie vom Emittenten bereitgestellt werden, besteht durchaus die Gefahr, dass sie aufgrund mangelnder Information ein Produkt zu gut bewerten, was sich bei einem Ausfall negativ auf die Reputation auswirken würde. Die Bedeutung der *Soft Facts* steigt hierbei verständlicherweise mit der Komplexität

⁹⁵ Bannier/Behr/Güttler 2009; S. 2

⁹⁶ Bannier/Behr/Güttler 2009, S. 3

der zu bewertenden Produkte oder Unternehmen⁹⁷, was auch als Erklärung dafür dient, dass sämtliche Agenturen darauf verzichtet haben, für RMBS unsolicited Ratings anzufertigen.

Der sogenannte *Downward Bias* hat also nach Ansicht der Autoren, vielmehr etwas mit Vorsichtsmaßnahmen als mit Erpressung zu tun. Und das aus gutem Grund: Es gibt zwei Arten von Fehlern, die eine Agentur beim Bewerten von Produkten oder Unternehmen machen kann: Sie kann entweder über- oder unterbewerten.⁹⁸

„Given that type I errors are much more costly to bondholders, rating agencies striving for a maximum of reputation and reliability would try to minimize the probability of such errors (at the cost of increasing type II errors at the same time)“⁹⁹

Für informierte Anleger verändert sich durch den vorliegenden Zielkonflikt allerdings die Aussagekraft beider Ratings: Wenn der Investor weiß, dass solicited Ratings stets höher sind als unsolicited Ratings, so wird er entweder den Downward Bias einbeziehen, was wiederum Einfluss auf die Kapitalkosten des Emittenten hätte,¹⁰⁰ oder er würde den Informationsgehalt der unsolicited Ratings komplett ignorieren.

Daraus folgt, dass der Downward Bias klein genug sein muss um die Reputation der Agenturen Aufrecht zu erhalten, aber gleichzeitig groß genug um ausreichend Anreize für die Emittenten zu setzen, ein Solicited Rating einzuholen.¹⁰¹

⁹⁷ Banner, Behr Güttler 2009, S. 4

⁹⁸ ebd. S 8

⁹⁹ Je stärker also die Sorge um Reputationsverlust desto größer die Wahrscheinlichkeit für Downward Bias (Banner/Behr/Güttler 2009, S. 8)

¹⁰⁰ Wenn der Investor mit dem downward bias rechnet, weiß er dass das Produkt eigentlich besser bewertet werden würde. Für den Emittenten, der es auf den Signaling-Effekt eines solicited Ratings abgesehen hat, wäre dieses dann überflüssig (Vgl. Banner/Behr/Güttler 2009. S. 8)

¹⁰¹ übersetzt nach ebd. S 9

6. Tripple-A Lemons

Diese Arbeit bietet lediglich einen kleinen Ausschnitt aus der Diskussion um die treibenden Kräfte der Ratingagenturen und doch macht sie deutlich, dass sich die Frage nach den ausschlaggebenden Faktoren für die Vergabe von Ratings nicht ohne weiteres beantworten lässt. Sowohl das Argument, die Sorge um Reputationsverlust sei groß genug, um opportunistisches Verhalten zu unterminieren, als auch die Ansicht, Ratingagenturen würden sich den Präferenzen ihrer Kunden beugen, um das zukünftige Geschäft nicht zu gefährden und Marktanteile zu behalten, erhalten überzeugende theoretische und empirische Unterstützung.

Auch im Licht der Finanzkrise wird nicht klar, ob die Ratingagenturen schlicht überfordert waren und deshalb viel zu gute Ratings für Tranchen verteilt haben, die diese nicht verdienten, oder ob dahinter systematische Fehler gesteckt haben.

Was die momentane Krise jedoch umso beeindruckender aufgezeigt ist die Tatsache dass es eine Verschiebung gegeben hat. Ratingagenturen haben an Glaubwürdigkeit und Bedeutung verloren.¹⁰² Und vor allem der Verlust von Glaubwürdigkeit ist auf vertrauensbasierten Märkten ein Problem mit weitreichenden Konsequenzen.¹⁰³

Ratings sind zu Gebrauchtwagen geworden, deren wahre Qualität sich dem Nutzer erst nach einiger Zeit offenbart.¹⁰⁴ Der wesentliche Unterschied zum Gebrauchtwagenmarkt von Akerlof, der direkt aus dem Kompensationsmodell hervorgeht, ist der, dass die Kunden, also die Emittenten, erst sehr viel später von dieser Problematik betroffen werden, da zunächst die Investoren das Vertrauen in die Ratingagenturen und in der Folge auch in die Emittenten verlieren. Erst wenn die Emittenten, die mit Hilfe der Ratingagenturen ebenfalls

¹⁰² vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21. März 2009: Bedeutung der Ratings für Anleihen nimmt ab

¹⁰³ Es ist die herrschende Meinung, dass mangelndes Vertrauen unter anderem zum Versagen des Interbankenmarktes geführt hat, welcher letztlich notwendig ist um die kurzfristige Liquidität der Banken sicherzustellen

¹⁰⁴ vgl. Akerlof 1970, S. 489

mit Reputational Capital ausgestattet wurden, eben dieses Kapital verspielt haben, schwindet für sie der Anreiz, für risikoreiche Produkte ein Rating zu erhalten, welches den Anleger vom Gegenteil überzeugen soll.

In Anlehnung an Kapitel 5 kann festgehalten werden, dass für Emittenten das gleiche gilt wie für Ratingagenturen: Geht das Reputational Capital der Agenturen gegen eins, steigt für sie der Anreiz risikobehaftete Produkte unangemessen positiv bewerten zu lassen.

Der Zusammenbruch des CDO-Marktes scheint ein weiteres Phänomen aus Akerlofs „Market for Lemons“ zu bestätigen: *„Bad cars drive out the good, because they sell at the same price as the good.“* Dahinter steckt die Annahme, dass es, wenigstens in einem bestimmten Marktsegment, hier also den Collateralized Debt Obligations, genügend Anreize gegeben hat, qualitativ minderwertige und unvollständige Ratings anzufertigen, da für sie die gleichen Gebühren verlangt werden konnte, wie für sorgfältige Untersuchungen.

Beispielhaft für die mangelnde Sorgfalt ist das mittlerweile weltbekannte Zitat aus dem Schriftverkehr zweier Analysten einer Ratingagentur: *„(her firm did not capture) half (of the deals risk) but it could be structured by cows and we would rate it.“*¹⁰⁵

Welche Folgen hat das für den Markt für Credit Ratings? Würde man im Sinne Akerlofs das Verdrängen guter Ratings durch schlechte Ratings fortführen, so gäbe es nach einer Weile keinen Markt für Ratings mehr, da sich alle Ratings als schlecht herausstellten und diese keinen Marktwert mehr besäßen. Die Frage, ob die Existenz von Ratingagenturen überhaupt noch erforderlich ist werde ich in diesem Rahmen nicht stellen.¹⁰⁶ Dennoch sollte kritisch hinterfragt werden, ob Wettbewerbsmechanismen in einem Marktumfeld, wie dem des Credit Ratings, wo die Anbieter kaum über Alleinstellungsmerkmale verfügen, überhaupt greifen können. Unter diesen Voraussetzungen und mit Blick auf

¹⁰⁵ Aus SEC Report 2008, S. 12

¹⁰⁶ Siehe hierzu ausführlich: Partnoy 1999

zukünftiges Konfliktpotential bei der Bewertung komplexer Finanzprodukte lohnt es sich über alternative Geschäftsmodelle nachzudenken, die den momentanen Markt auf unterschiedliche Art und Weise prägen.

7. Alternative Geschäftsmodelle

Eine mögliche Alternative ist die Fortführung des Platform-Pays Modells von Mathis, McAndrews und Rochet.¹⁰⁷ Eine unabhängige Agentur ist dafür zuständig, den kompletten Prozess von der Anbahnung bis zur Durchführung der Ratings und der anschließenden Überwachung zu begleiten. Das bedeutet, dass der Emittent an diese Plattform herantritt und ein Rating in Auftrag gibt, für welches er bereits im Vorhinein eine Gebühr an die Plattform entrichtet. Entscheidend ist die Unterbindung des direkten Kontaktes zwischen Agentur und Auftraggeber sowie die Zahlung der Gebühren, unabhängig davon, ob das Produkt letztlich auf den Markt gebracht wird oder nicht. Die Existenz dieser Plattform müsste gleichzeitig auch der Garant dafür sein, dass die Ratings der einzelnen Agenturen bestimmte qualitative Kriterien erfüllen, dass es also ein Minimum an Vergleichbarkeit gibt. Zu ergänzen wäre dieses Modell mit einer Form der Selbstregulierung, die vor allem bei der Kreditvergabe in Entwicklungsländern enorm erfolgreich ist: Das *Peer Monitoring*.¹⁰⁸

Der Vertrauensverlust ist ein wichtiger Grund für die Krise der Ratingagenturen das Platform-Pays Modell wäre in der Lage durch die Überwachung des gesamten Ratingprozesses einen Teil dieses Vertrauens wieder aufzubauen.

In Zukunft wird die Reputation eine noch größere Rolle spielen. Durch die Voraussetzung qualitativer Vergleichbarkeit der Ratings müssen sich auch die Methoden bis zu einem gewissen Grad angleichen, was bedeutet, dass auftretende Ratingfehler einer Agentur mit größerer Wahrscheinlichkeit auch in den anderen beiden Agenturen aufgetreten wären. Dies hätte zur Folge, dass

¹⁰⁷ Mathis/McAndrews/Rochet 2008; S.14

¹⁰⁸ vgl, hierzu Stiglitz J.E., (1990), Peer Monitoring and Credit Markets, in: *The World Bank Economic Review*, Vol. 4, No.3 (Sep 1990), S.351-366

alle drei Agenturen mit drohendem Reputationsverlust zu rechnen hätten, was letztlich den gesamten Markt zum Einsturz bringen würde. Es ist also im Interesse aller beteiligten Agenturen, sich gegenseitig zu beobachten und bei auftauchenden Problemen gemeinsam nach einer Lösung zu suchen.

Es gibt darüber hinaus Ansätze, die eine stärkere staatliche Regulierung der Agenturen fordern doch sind hier Bedenken gerechtfertigt, dass stärkere Regulierung den Markt für Credit Ratings letztlich auflösen würde, da zu starke Kontrolle, beispielsweise durch Sanktionen bei fehlerhaften Ratings, dazu beitrüge, dass diese Form der Informationsbereitstellung durch drohende Klagen erheblich an Attraktivität verlieren würde.¹⁰⁹

Letztlich stellt sich noch die Frage, ob man überhaupt Ratingagenturen braucht, oder ob der Markt sich durch entsprechende Preisbildung nicht selbst die Antworten nach dem Ausfallrisiko der Produkte liefert. Aus der Sicht der Regulierungsbehörden dürfte dies keine favorisierte Alternative darstellen, da sich aus der institutionalisierten Bewertung relativ einfach Einteilungen in haltbare und unhaltbare Investitionen ableiten lassen.

Frank Partnoy hält die Alternative der Regelung durch die Beobachtung von *Credit Spreads*¹¹⁰ für sehr sinnvoll und spricht sich deutlich für eine Abkehr von der regulativen Abhängigkeit von Credit Ratings aus.¹¹¹ Je höher der Credit Spread einer Anleihe ist, desto riskanter ist das Projekt.

Hieraus ließe sich, da die Abkehr von Ratings als Regulierungshilfsmittel eher unwahrscheinlich ist, auch eine Einteilung der Spreads in Risikoklassen ableiten, die dann auf die gleiche Art und Weise einsetzbar wären, wie die klassischen Ratingsymbole:

¹⁰⁹ Vgl. Mathis/McAndrews/Rochet 2008, S. 14

¹¹⁰ Credit Spreads ergeben sich aus der Differenz des Zinsertrages der Anleihe und dem risikolosen Zinssatz einer in Struktur und Vertragsdauer vergleichbaren Anleihe. (Siehe Partnoy 1999, S. 705 Fußnote 388)

¹¹¹ vgl. Partnoy 1999, S. 705

<u>NRSRO Rating</u>	<u>NAIC Rating</u>	<u>Credit Spread</u>
AAA to A-	1	0 to 100 basis points
BBB+ to BBB-	2	101 to 200 basis points
BB+ to BB-	3	201 to 400 basis points
B+ to B-	4	401 to 1000 basis points
CCC+ to C-	5	1001 to 2000 basis points
D (default)	6	2001 basis points or greater

Abbildung 4.: Möglicher Aufbau einer Tabelle zur Einordnung von Credit Spreads in Risikoklassen. Siehe hierzu Partnoy, 1999, S. 706

8. Fazit | Ausblick

Für die Ratingagenturen waren die Krisenjahre stets Jahre des Wachstums: In Zeiten schwindenden Vertrauens war das Verlangen nach verlässlichen Einschätzungen stets größer als in den Jahren relativer Stabilität. Der historische Überblick zeigt auf, dass die Ratingagenturen insbesondere nach den schweren Krisen 1929 und 1971 an Bedeutung gewonnen haben, um Anleger zu beruhigen und Vertrauen wieder herzustellen. Es sieht so aus, als sei die aktuelle Wirtschaftskrise die erste großflächige Krise, aus der die Ratingagenturen nicht als Gewinner hervorgehen werden. Das Vertrauen in die Integrität der Ratingagenturen ist verloren gegangen und muss nun wieder aufgebaut werden. Aufgrund dieser Erkenntnis sollte das Platform-Pays Model als mögliche Alternative unbedingt in Betracht gezogen werden.

Auch wenn es sich bei dieser „lose gekoppelten, kompetitiven Kooperation und kooperativer Konkurrenz“¹¹² ganz offensichtlich um eine streitbare Markform, ein Oligopol mit starker Tendenz zum Duopol, handelt, so hätte eine Öffnung dieses Marktes, wie sie von vielen Seiten immer wieder gefordert wird, die angesprochenen Probleme verstärkt. Zwar hätte dies unter Umständen zu einer schnelleren Marktbereinigung geführt, die Konsequenzen wären jedoch mit Sicherheit nicht weniger dramatisch.

¹¹² vgl. Willke 2001, S.169

Die von der SEC geforderten Maßnahmen sind unter der Annahme gleichbleibender Marktkonstellationen sicherlich positiv zu bewerten.¹¹³ Insbesondere das Ausschließen von Shadow Ratings durch eine verpflichtende Veröffentlichung sämtlicher angeforderter Ratings würde die Wahrscheinlichkeit, dass Ratings einen, wie auch immer gearteten, Bias haben, deutlich reduzieren.

Zukünftige Studien in diesem Bereich sollten dennoch ihren Schwerpunkt auf die Realisierbarkeit eines Platform Pays Modells im Sinne Mathis', McAndrews' und Rochetsl legen, und hierbei vor allem die Möglichkeiten der Implementierung des Peer Monitorings genauer untersuchen. Die in dieser Arbeit, aufgrund der untersuchten Sachverhalte vorgeschlagene Verteilung und Überwachung der Ratings würde sicherlich das Oligopol stärken, jedoch könnten auf diese Weise eventuelle Biases ausgeschaltet werden und der Reputationsverlust würde mit dem einhergehenden Verlust von Marktanteilen eine spürbare Bedrohung der Existenz bedeuten.

Die vorliegende Arbeit zeigt aktuelle Problemstellungen der Anreiz- und Kompensationsstrukturen der Ratingagenturen auf und bietet einen Ansatz für zukünftige Untersuchungen um herauszufinden, in wieweit das Platform Pays Modell ausreichend Anreize für die Agenturen setzt, weiterhin ihre Dienstleistungen anzubieten.

¹¹³ vgl. Hierzu SEC 2008: u.A. Ausschluss beteiligter Analysten von Preisverhandlungen, Offenlegung der Methoden für komplexere Produkte, etc.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, George. A., (1970), The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug 1970) S. 488-500
- Bannier, Christina E., Patrick Behr und Andre Güttler, (2009b), Why are Unsolicited Ratings Lower? *Working Paper*, S. 1-49
- Becker, Bo und Todd Milbourn, (2008), Reputation and Competition: evidence from the credit rating industry. *Harvard Business School Working Paper*
- Bolton, Patrick, Xavier Freixas und Joel Shapiro, (2008), The Credit Ratings Game. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, S. 1-44
- Cantor, Richard und Frank Packer, (1994), The Credit Rating Industry, in: *Federal Reserve of New York Quarterly Review*, 19(2), 1994, Summer-Fall, S. 1-26
- Cantor, Richard and Frank Packer, 1997, Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 21, S. 1395-1417
- Covitz, Daniel M. und Paul Harrison, (2003), Testing Conflicts of Interest at Bond Rating Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate, *FEDS Working Paper*, S. 1-37
- Diamond, Douglas W., (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: *The Review of Economic Studies*, Vol 51, No.3 (Jul 1984), S. 393-414
- JP Morgan Securites Inc.(2002), CDO Handbook, in: http://www2.wu-wien.ac.at/vgsf/curriculum/CDO_Handbook.pdf (Stand: 30. März 2009)
- Lowenstein, Roger (2008), Triple-A failure, in: *The New York Times*, 27. April 2008, unter: http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html?_r=1&scp=1&sq=triple%20a%20fairure&st=cse (Stand: 15. März 2009)
- Mason, Joseph R. und Joshua Rosner, (2007), Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securites and Collateralized Debt Obligatiion Market Disruptions. (Mai 2007) *Working Paper*, S.1-87
- Mathis, Jérôme, James McAndrews and Jean-Charles Rochet, (2008), Rating the Raters: Are Reputation Concerns Powerful Enough to Dsicipline Rating Agencies?, *Unpublished Paper*
- Moody's Corporation (2009), unter: <http://www.moodys.com>
- o.V. (2009), Bedeutung der Ratings für Anleihen nimmt ab, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 21. März 2009
- o.V. (2009), Moody's muss Ergebnisrückgang ausweisen, in: *www.finanzen.net*, 5. Februar 2009, unter: http://www.finanzen.net/nachricht/Moody_s_muss_Ergebnisrueckgang_ausweisen_842452 (Stand 15. März 2009)
- o.V. American Railroad Journal, 21. Dezember 1833, in: <http://alphabetilately.com> unter: <http://alphabetilately.com/Trains/ARJ/Index.html> (Stand 20. März 2009)
- o.V. (2009) Ausgabe des 1868 erschienen *Manual of the Railroads of the United States* unter: http://www.cpr.org/Museum/Poors_1868.html

- Partnoy, Frank, (2001), The Paradox of Credit Ratings. in Levich, Richard M.; Giovanni Majnoni and Carmen Reinhart, eds. *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, Boston, S. 65-86
- Partnoy, Frank, (1999), The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, in: *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, No.3 (1999), S. 619-715
- Securities and Exchange Commission, (2008) , Summary Report of Issues Identified in the Commission of Staff's Selection of Select Credit Agencies, Washington
- Securities and Exchange Commission, *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*, unter: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (Stand: 25. März 2009)
- Sinclair, Timothy J., (2005), *The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Cornell University Press, Ithaca
- Stigler, George J., (1961), The Economics of Information, in: *The Journal of Political Economy*, Vol. 69, No.3 (Jun 1961), S. 213-225
- Stiglitz, Joseph E., (2008), The Financial Crisis of 2007/2008 and its Macroeconomic Consequences, *Unpublished Manuscript*, S. 1-33
- Stiglitz, Joseph E., (2000), The Contribution of the Economics of Information to Twentieth Century Economics, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.115, No.4. (Nov 2000), S. 1441-1478
- Stiglitz, Joseph E., (1990), Peer Monitoring and Credit Markets, in: *The World Bank Economic Review*, Vol. 4, No.3 (Sep 1990), S.3551-366
- Skreta, Vasiliki and Laura Veldkamp, (2008), Ratings Shopping and asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation. New York University, *Stern School of Business Department of Economics Working Paper* S. 1-33
- Sylla, Richard, 2002, An Historical Primer on the Business of Credit Rating, *Stern School of Business Working Paper*
- White, Lawrence, (2002), The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis, in: Levich, Richard M., Giovanni Majnoni and Carmen Reinhart, (Hrsg.), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, Boston, S.41-45
- Willke, Helmut, (2001), *Atopia. Studien zur Atopischen Gesellschaft*. Suhrkamp Verlag, Frankfurt am Main

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende Bachelorarbeit mit dem Thema

„Bewertung in der Krise. Eine Untersuchung der Anreiz- und Kompensationsstrukturen von Ratingagenturen.“

selbstständig und ohne fremde Hilfe angefertigt habe.

Die Übernahme wörtlicher Zitate sowie die Verwendung der Gedanken anderer Autoren habe ich an den entsprechenden Stellen der Arbeit kenntlich gemacht.

Ich bin mir bewusst, dass eine falsche Erklärung rechtliche Folgen haben wird.

Friedrichshafen, 19. April 2009

Karl Bredemeyer