



AUTOR



Prof. Dr. Thomas Straubhaar
Direktor des HWWI und Profes-
sor an der Universität Hamburg
Tel: 040 - 34 05 76 - 100

STAATSVerschULDUNG

Entmachtet die Ratingagenturen

Die drei großen amerikanischen Ratingagenturen Standard & Poor's (S&P), Moody's und Fitch Ratings stehen in der Kritik. Dabei ist der Vorwurf absurd, den Bonitätswächtern eine Mitverantwortung oder gar Mitschuld an der horrenden Staatsverschuldung in den USA oder in der Euro-Zone zu geben. Eine andere Frage hingegen ist, ob die Ratingagenturen rechtzeitig vor einem drohenden Staatsbankrott Griechenlands oder anderer Schuldenländer gewarnt haben und – wichtiger noch – ob ihre Urteile zur Problemlösung oder zur -verschärfung beitragen. Da zeigt sich, dass sie eher zu spät als frühzeitig warnen, eher zyklisch als antizyklisch wirken und eher Öl als Wasser ins Feuer gießen.

Allerdings wird von den Ratingagenturen auch etwas erwartet, das sie schlicht nicht leisten können. Sie sollen die Fähigkeit eines Schuldners beurteilen, seine Verbindlichkeiten pünktlich und vollständig zu bedienen. Es liegt in der Natur der Sache, dass solche Prüfungen mit Unsicherheit, Wahrscheinlichkeiten und Einschätzungen verbunden sind. Wie lassen sich Aktiva und Passiva bewerten, für die es keine aktuellen Preise gibt, weil sie nicht gehandelt werden?

Beispiele dafür sind Immobilien, Anlagen, Maschinen und Fuhrpark, aber auch *Goodwill* und Reputation, langjährige Vertriebs- und Kundenbeziehungen, der Wert von Marken, Patenten und Lizenzen oder die politische und gesellschaftliche Verankerung in Netzwerken und Interessenverbänden. Die Antwort lautet: nur mit Behelfsgrößen, Erfahrung und Intuition, die alle mit vielen Unsicherheiten und großen

Ermessensspielräumen verbunden sind. Wenn aber Annahmen und Rohdaten derart interpretationsbedürftig sind, helfen auch komplexe mathematische Modelle nicht wirklich weiter.

Die Ratings der Agenturen täuschen eine Genauigkeit, Verlässlichkeit und Objektivität vor, die in der Realität nicht gegeben ist. Deshalb sollte sich aus Prinzip niemand blindlings auf die Urteile anderer verlassen. Die Noten der Bonitätsprüfer sind eine Meinungsäußerung, die eine eigene Analyse der Risiken bestenfalls ergänzen, niemals aber ersetzen können.

Die überzogenen Erwartungen an die Ratingagenturen haben ebenso damit zu tun, dass bei der Bonitätsprüfung der Fokus auf den einzelnen Sachverhalt, die einzelne Unternehmung, das einzelne Kreditinstitut oder den einzelnen Staat konzentriert ist. Ausgeblendet bleiben systemische Risiken. Sie entstehen, wenn faule Kredite auch an sich gesunde Firmen, Finanzinstitute oder Staaten anstecken und einen Dominoeffekt auslösen, der zuerst einen, dann einige und schließlich viele Gläubiger mitreißt. Wie bei einer Pandemie grassiert dann der Bazillus des Wertzerfalls, der sich von einem zu anderen Finanzinstitut überträgt, zu überstürzten Wertberichtigungen führt und als Folge zu einem gleichzeitigen Kollaps einer Reihe von Unternehmen oder mehrerer Staaten führen kann.

Bewertungsprobleme und Prognoseunsicherheit sind ganz grundsätzliche Schwächen der Bonitätsprüfung. Deshalb hilft auch eine mancherorts geforderte Europäisierung der Ratingagenturen nicht

wirklich weiter. Europäische Prüfer wären mit genau denselben Problemen konfrontiert wie die amerikanischen Konkurrenten. Ebenso greift die Idee zu kurz, die Notenbanken oder eigens geschaffene staatliche Behörden anstelle der privaten Bonitätswächter zu setzen. Staatliche Bonitätsprüfer stünden von Anfang an unter dem Verdacht, nicht unabhängig, sondern Spielbälle der Politik zu sein. Entsprechend misstrauisch würden ihre Urteile von privaten Investoren bewertet. Deshalb führen Überlegungen einer Europäisierung oder einer Verstaatlichung nicht zum Ziel, sondern in die Irre.

Klüger wäre es, durch wettbewerb- und kartellrechtliche Verfahren dafür zu sorgen, dass die Ratingagenturen untereinander in einem harten Konkurrenzkampf stehen. Agenturen, deren Urteile zu spät erfolgen, zu stark von der Realität abweichen oder von den Kunden als nutzlos bewertet werden, müssten einen Aderlass erleiden und würden früher oder später vom Markt verschwinden. Genauso sollten Agenturen, die früh warnen, zutreffende Prognosen erstellen und als Folge eine hohe Reputation genießen, einen Kundenzulauf erleben. An der Stelle zeigt sich ein Marktversagen, das sich nicht einfach beheben lässt. Es entsteht durch die kaum zu überwindenden Hürden des Markteintritts.

Die Bonitätsbewertung ist durch hohe Fixkosten, aber geringe Grenzkosten einer weiteren Prüfung gekennzeichnet. Entsprechend sind große gegenüber kleinen Agenturen im Vorteil. Es braucht ein weltweites Netz an Analysten und Marktbeobachtern, um überall und jederzeit das gesamte Spektrum an Ratings anbieten zu können. Die Kosten für Methoden und Verfahren sowie Hard- und Software zur Datenerfassung und -verarbeitung fallen für eine zusätzliche Prüfung immer weniger ins Gewicht. Während Große in der Lage sind, zusätzliche Prüfungen relativ günstig anzubieten, dürften kleine Konkurrenten wesentlich teurer sein. Dazu kommt, dass bereits bestehende Prüfengesellschaften gegenüber neuen einen Vorteil haben. Denn

gerade global agierende Unternehmen setzen auf Agenturen, deren Urteile weltweit anerkannt sind. Neue Konkurrenten müssen hier erst das Vertrauen der Märkte und vor allem jenes staatlicher Aufsichtsbehörden erarbeiten.

Sind Markteintritts- und Fixkosten sehr hoch, droht die Gefahr eines „natürlichen“ Monopols mit einem einzigen Anbieter oder eines Oligopol mit einigen wenigen Konkurrenten. Diese Situation findet sich bei Energie, Transport, Kommunikation und überall sonst, wo Netze eine Rolle spielen, aber beispielsweise auch bei Software für Datenverarbeitung. Der Wettbewerb kann in einem derartigen Oligopol sehr hoch sein. Er muss aber nicht. Vielmehr passiert es des Öfteren, dass es in oligopolistischen Märkten zu – auch stillschweigenden – Absprachen und einem völligen Ausbleiben eines Wettbewerbs kommt.

Bei den Bonitätsprüfern besitzen die drei großen amerikanischen Ratingagenturen einen Marktanteil von über 90%. Und ihre Marktmacht ist in den letzten Jahren nicht gesunken, sondern gestiegen. Denn der ohnehin schon zu einem „natürlichen“ Monopol tendierende Markt der Bonitätsprüfung ist durch öffentlich-rechtliche Regulierungen vollends zu einem faktischen Monopol gemacht worden.

Im Zuge der von den staatlichen Regulierungs-, Aufsichts- und Kontrollbehörden geforderten Risikoanalyse zum Schutz von Kunden und Sparern haben die großen Ratingagenturen eine herausragende Bedeutung erlangt. Denn die Bewertungen der Bonitätsprüfer werden von den Finanzaufsichtsbehörden zur Geschäftsgrundlage gemacht, wenn sie Banken und Versicherungen „Stresstests“ aussetzen. Das Urteil der Ratingagenturen hat quasi-hoheitliche Kraft. Es ist verbindlich. So müssen sich auch europäische Unternehmen, die in den USA Eigen- oder Fremdkapital einsammeln wollen, von mindestens zwei der drei von der US-Börsenaufsicht allein zugelassenen großen Agenturen bewerten lassen. Aber auch in Europa dür-

fen institutionelle Anleger keine schlecht benoteten Wertpapiere halten. Ebenso begrenzt bleibt der erlaubte Anteil für Anleihen von Firmen, die auf ein Rating komplett verzichten. Banken, (Sozial-)Versicherungen und (Pensions-)Fonds müssen ihre Vermögen sofort neu bewerten, wenn die Bonitätswächter ihre Urteile für einzelne Schuldner korrigieren. Ebenso sind sie verpflichtet, einen Minimalanteil in gut bewerteten Titeln anzulegen und dürfen nicht mehr als einen Höchstanteil in schlechten Papieren halten. Geänderte Ratings erzwingen verbindlich Reaktionen bei privaten Gläubigern.

Die durch staatliche Behörden zementierte Marktmacht der drei großen Ratingagenturen ist nicht nur der Oligopolgewinne wegen bedenklich. Gefährlicher ist, dass die herausragende Machtstellung auch zu Missbrauch führen kann. Denn die Bonitätsprüfer sind keinesfalls die unabhängigen Schiedsrichter, die sie eigentlich sein sollten. Sie sind Teil der Finanzwelt und verfolgen – nicht wirklich verblüffend – ihre ganz eigenen Interessen.

S&P ist die Tochterfirma des amerikanischen Medienunternehmens McGraw-Hill, dessen größter Aktionär die Investmentfirma Capital World Investors ist. Bei Moody's ist neben Capital World Investors der Finanzmogul Warren Buffett einer der wichtigsten Aktionäre, der wiederum auch bei Goldman Sachs involviert ist. Und Fitch Ratings gehört dem französischen Finanzkonzern Fimalac, der seit Anfang dieses Jahres auch Besitzer einer Glücksspielkette ist.

Die marktmächtigen Bonitätsprüfer wissen haargenau, dass ihre Urteile die Märkte in Bewegung versetzen. Ist da nicht die Versuchung sehr groß, genau auf diese erwarteten Reaktionen im Voraus – also bevor die Urteile veröffentlicht werden – zu wetten? Deshalb ist es so irritierend, wenn sich Ratingagenturen nicht mit der Rolle eines neutralen Schiedsrichters begnügen, sondern selber politisch mitzuspielen beginnen. So geschehen, als im Frühjahr

S&P der innenpolitischen Rason wegen glaubte, einen Warnschuss abfeuern zu müssen und anzudrohen, die Bonitätsnote für amerikanische Staatspapiere herabzuzustufen, nur um die sich um die Staatsschulden streitenden Republikaner und Demokraten im US-Kongress aufzurütteln. So geschehen, als Mitte Juni die Ratingagentur Fitch erklärte, dem von Deutschland und Frankreich ausgehandelten Kompromiss zur Rettung Griechenlands vor dem Staatsbankrott keine Steine in den Weg legen zu wollen, während nun Anfang Juli S&P Bedenken anmeldete.

Wer oder was legitimiert eigentlich die Bonitätsprüfer politische Warnschüsse oder wohlwollende Zustimmung zu politischen Entscheidungen abzugeben? Mit welchem Recht mischen sich Ratingagenturen in die Politik ein? Welche eigenen Interessen verfolgen sie damit? Wie weit können Insider von den durch Warnschüsse ausgelösten Schockwellen auf den internationalen Finanzmärkten profitieren?

Bereits letztes Jahr wurde den Ratingagenturen im amerikanischen Kongress vorgeworfen, als Schiedsrichter mit den Spielern unter einer Decke gestanden, und Gefälligkeitsurteile gefällt zu haben. Das wäre keine wirkliche Überraschung, sondern das fast zwangsläufige Ergebnis einer Situation, in der die Spieler den Schiedsrichter auswählen und bezahlen. Mehr noch: Die Spieler schauen sich vor dem Spiel verschiedene Schiedsrichter an und lassen sich von ihnen Angebote machen, bevor sie sich für jenen Schiedsrichter entschei-

den, der ihnen am besten gefällt. Dass hier Unabhängigkeit und Unparteilichkeit mehr als gefährdet sind, darf niemanden ernsthaft erstaunen.

Eine vom Wertschriftenhandel durch eine Pflichtabgabe zu erbringende Umlage, in die alle einzahlen müssen, die an Bewertungen durch unabhängige Bonitätsprüfer interessiert sind und davon profitieren, könnte ein erster Schritt zur Besserung sein. Eine Offenlegung der Bewertungsmodelle und eine strengere Aufsicht über Interessenverflechtungen der Ratingagenturen sind weitere. Wichtig wäre es, die Bonitätsprüfer für ihre Bewertungen in Haftung zu nehmen. Nicht nur bei öffentlich-rechtlich relevanten Verfehlungen müssten sie verklagt werden können. Bei nachweislichen Fehlern – zum Beispiel nach Prüfung durch eine übergeordnete Kontrollbehörde – sollten Ratingagenturen privat-rechtlich verklagt werden können, um Schadensersatzforderungen zu ermöglichen.

Die Marktmacht der drei großen amerikanischen Ratingagenturen mit wettbewerbsrechtlichen Maßnahmen brechen zu wollen, ist schwierig. Besser wäre es deshalb, wenn das öffentlich-rechtlich geschützte Meinungsmonopol der Bonitätsprüfer ganz generell beseitigt würde. Ratingagenturen sind ohnehin grundsätzlich nicht in der Lage, den von ihnen erwarteten Aufgaben gerecht zu werden. Sie liefern keine brauchbaren Informationen zur Früherkennung von Problemen. Sie sehen Krisen nicht im Voraus und sie reagieren nur im Nachhinein.

Aus dem Grunde darf es nicht länger passieren, dass sich Anleger oder Investoren von Ratingagenturen bevormunden lassen müssen. Das gilt auch für die Beziehung zwischen Gläubigern und Schuldern. Je weniger Kreditgeber und Kreditnehmer, Banken und Versicherungen gezwungen werden, die ohnehin mit vielen Schwächen und Unzulänglichkeiten belasteten Urteile der Ratingagenturen zu respektieren, umso besser. Die Bonitätsprüfer dürfen für die Entscheidungsbildung auf den Kapitalmärkten nicht mehr die herausragende Rolle spielen, wie in der Vergangenheit. Es muss möglich sein, sich autonom mit anderen Informationen, selbst gewählten Methoden und eigenen Analysen ein unabhängiges Urteil bilden zu können.

Private Selbstverantwortung und Haftung sind auch bei Kreditgeschäften das effektivere Tandem als eine staatliche Bevormundung auf der Grundlage von verpflichtenden Bewertungen quasi-hoheitlicher Bonitätswächter. Die Noten der Ratingagenturen müssten wie Gütesiegel von Verbraucherschutzorganisationen, Bio-Testate, Blaue Engel, Blaue Flaggen oder andere private Prüfzertifikate behandelt werden. Man kann sie beachten, man darf aber dazu nicht gezwungen werden. Die Urteile der Bonitätsprüfer sollten also nur noch zu einer Meinungsäußerung von mehreren werden, auf die hören mag, wer hören will.

Dieser Beitrag ist am 6. Juli 2011 in der „Neuen Zürcher Zeitung“ erschienen.