

Eine Währungsunion kann dauerhaft nur funktionieren, wenn es einen effektiven Mechanismus zum Ausgleich von Ungleichgewichten gibt. Dies bedeutet im Wesentlichen einen fiskalischen Transfer von den Überschuss- in die Defizitländer, und grundsätzlich eine engere Koordinierung der Fiskal-, aber auch der Lohnpolitik.

»

Inflation führen, wäre dies sogar von Vorteil. Zentral ist auch eine expansive Lohn- und Fiskalpolitik in den ökonomisch starken Eurozonen-Länder wie Deutschland, um die bestehenden Handelsbilanzungleichgewichte abzubauen. Schließlich plädierte Plihon auch dafür, keine Scheu vor unkonventionellen Maßnahmen zu zeigen. Eine Zwangsanleihe für BürgerInnen mit einem Einkommen von über € 100.000 p.a. wäre ein Instrument, um die Staatsfinanzierung ein Stück weit von den Finanzmärkten zu entkoppeln.

Insgesamt sind die Einschätzungen der ReferentInnen zur Zukunft der Eurozone wohl als pessimistisch zu bezeichnen. Eine nachhaltige Verbesserung der wirtschaftlichen und sozialen Situation in den Krisenländern muss für die nähere Zukunft ausgeschlossen werden. Eher ist mit einer verlorenen Dekade wie in Lateinamerika der 1980er Jahre zu rechnen. Klar ist aber auch, dass es sich nicht mehr „nur“ um Krisen einzelner Länder der Eurozone handelt, sondern die Krise eine systemische ist. Auf dem Spiel steht mittlerweile nicht weniger als die Zukunft der Europäischen Union.

Werner Raza ■ ÖFSE – Österreichische
Forschungsstiftung für
internationale Entwicklung
www.oefse.at, w.raza@oefse.at

Überblick über die Problemlage und den Stand der Debatte

Ratings in der Krise

Ohne Zweifel haben Ratingagenturen mit zum Entstehen der Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen. Durch Ratings, die nicht der tatsächlichen Qualität der Papiere entsprachen, wurde die Blase vergrößert und die Spekulation weiter angeheizt. Jetzt, in der „Staatschuldenkrise“ sind Ratingagenturen durch nicht nachvollziehbare Beurteilungen erneut in die Kritik geraten. Dieser Beitrag geht der Rolle der Ratingagenturen – besonders in der Krise – nach und zeichnet einen Überblick über aktuelle politische Debatten und zukünftige Regulierungsstrategien.

Valerie Bösch und Michael Heiling

Weltweit existieren zwischen 130 und 150 Ratingagenturen. Allerdings weisen heute die „großen Drei“ (Moody's Investor Service, Standard & Poor's (S&P) sowie Fitch Rating Operations) gemeinsam eine Marktbeherrschung von knapp 95% auf. Sie werden von GroßunternehmerInnen und den größten InvestorInnen der Welt gehalten. Größter Aktionär der Dachgesellschaft von Moody's Investor Service ist Warren Buffet, mit knapp über 12% der Anteile, zweitgrößte Aktionärin ist die „Capital World Investors“ (die Teil einer der weltweit größten Investmentgesellschaften ist), mit ebenfalls ca. 12%. Standard & Poor's, das neben seinen Ratings auch noch weitere Finanzinformationsdienstleistungen anbietet, ist Teil des Medienkonzerns McGraw-Hill.¹ Fitch ist ebenfalls Teil eines größeren Konzerns, der Fitch-Gruppe. Diese wird zu 60% vom französischen Konzern Fimalac SA gehalten, der sich wiederum im Mehrheitseigentum des französischen Milliardärs Ladreit de Lacharrière² befindet. Die großen Drei beschäftigen jeweils knapp über 1.000 KreditanalystInnen und geben jährlich ca. 1,8 Millionen Bewertungen von Anleihen in verschiedenen Bereichen aus.

In den USA werden so gut wie alle Anleihen von S&P und Moody's gera-

tet, weltweit bewertet Fitch zwei Drittel aller Anleihen. Es liegt also eine beträchtliche Marktkonzentration vor. Außerdem gehören die Ratingagenturen Unternehmen, die selbst Papiere ausgeben, die geratet werden müssen.

Das Geschäft mit den Meinungen und seine Folgen ■

Private Ratingagenturen verkaufen ihren KundInnen gewinnorientiert Produkte. Dabei ist es die zentrale Aufgabe, gegen Entgelt Informationen über die Einbringlichkeit (Bonität) einer Geldanlage zu liefern. Die Sicherheit der Anlage, die durch das Rating ausgedrückt wird, schlägt sich dann in weiterer Folge auf den Zins- oder Risikoaufschlag nieder. In der Praxis werden die Ratings der Bonität in bestimmten Kategorien³ dargestellt.

Finanziert werden die Ratingagenturen von jenen Unternehmen, die Anleihen emittieren. Dieses System, das sich in den 1970er Jahren etabliert hat, wird „Issuer-Pays-System“ genannt. Die umgekehrte Variante der Bezahlung, nämlich dass die InvestorInnen, die die Finanzprodukte erwerben und sich dabei an den Ratings orientieren, für die Bewertungen zahlen, hat sich nicht durchgesetzt. In diesem Fall käme es zu einem Free-Rider-Problem, da- »

In den USA werden so gut wie alle Anleihen von S&P und Moody's geratet, weltweit bewertet Fitch zwei Drittel aller Anleihen. Es liegt also eine beträchtliche Marktkonzentration vor.

»

hingehend, dass auch InvestorInnen, die nicht für das Rating bezahlt haben, es trotzdem nutzen könnten.

Weniger eindeutig zeigt sich das Issuer-Pays-System im Falle des Ratings von Staatsanleihen. In den 1980er und frühen 1990er Jahren hat sich die Bewertung von Staatsanleihen bei deren Begebung zur Norm und zur Voraussetzung entwickelt. Anleihen die in besonders wichtigen Volkswirtschaften begeben⁴ werden, werden von den großen Ratingagenturen „gratis“ geratet – andere Länder (wie zum Beispiel auch Österreich⁵) zahlen nach dem Issuer-Pays-System für die Bewertung der Bonität ihrer Anleihen.

Seitens der Agenturen wird betont, dass es sich bei ihren privaten Dienstleistungen – dem Erstellen von Ratings – lediglich um „Meinungen“ handelt. Diese unverbindlichen „Meinungen“ haben jedoch durch verschiedenste Regelwerke oft sehr verbindliche Auswirkungen auf kollektiv relevante Sachverhalte. Von direkten Verweisen auf Ratings betroffen sind zum Beispiel die vom Basler Ausschuss geforderten Eigenkapitalvorschriften (Basel II/III bekannt bzw. in der Europäischen Union in die CRD-Richtlinie⁶). Unter Basel II sollen sich die veranlagten Eigenkapitalforderungen am tatsächlichen Risiko orientieren. Dabei kommen Ratingagenturen ins Spiel: Mit der Einführung von Basel II begannen Kredit-Ratings die Mindesteigenmittel für Banken mitzube-

stimmen. Je höher ein Kredit geratet ist, desto weniger Eigenkapital muss gehalten werden, was auch zu einer Unterfinanzierung der Banken führte.

Neben CRD und Basel II/III orientieren sich aber auch Zentralbanken, institutionelle InvestorInnen, FinanzinvestorInnen und Fonds, wie zum Beispiel große Pensionsfonds, an den Ratings der Agenturen. So werden die Bewertungen von der EZB herangezogen, um die Sicherheiten zu beurteilen, die die EZB für die Bereitstellung von Liquidität verwendet. Änderungen der „unverbindlichen Meinungen“ hatten damit nicht nur Effekte auf Investitionsentscheidungen im privaten Sektor (auch hier wurden vor der Krise AnlegerInnen noch stärker dazu bewogen, in Mortgage-Backed-Securities zu investieren, was die Blase wachsen ließ), sondern wirken sich auch direkt und verbindlich auf Entscheidungen von Staaten und Zentralbanken aus.

Die Erstellung von Ratings und Staatspapiere ■ Dass Institutionen sich blind auf Ratings verlassen, wirkt insofern schwer, als oftmals die mangelnde Qualität von Ratings kritisiert wird. Es ist wenig klar, wie ein Rating zustande kommt, was sich insbesondere bei Länderratings als Problem herausstellt: Zwar legen Ratingagenturen dar, welche Faktoren in eine Bewertung von Staatsanleihen miteinfließen⁷, jedoch wird nicht klar gestellt, in welchem Ausmaß welche Faktoren zur Gesamtbewertung beitragen.

Ratingagenturen verwenden grundsätzlich öffentlich zugängliche Informationen, sowie Informationen, die ihnen von den zu bewertenden Staaten zur Verfügung gestellt werden. Die Erstellung des Ratings ist jedoch keine mechanische Gewichtung dieser Faktoren, sondern die Bewertung eines Landes wird – wie auch bei Ratings von Unternehmen – von einem Komitee bestimmt. Dieses Komitee

bezieht die Faktoren, die von AnalystInnen präsentiert werden, mit ein und beschließt – unter Berücksichtigung von politischen und institutionellen Faktoren – wie das Land im Verhältnis zu anderen Staaten dasteht und zu bewerten ist. Die Relevanz der einzelnen Faktoren ist daher von Land zu Land unterschiedlich und damit weniger transparent, als es die Eigenpräsentation der Indikatoren der Ratingagenturen vermuten lässt. So wurden zB an der Universität St. Gallen Modelle entwickelt⁸, die die Ratings der PIGS Länder (Portugal, Italien, Griechenland, Spanien) und anderer Staaten anhand öffentlich zugänglicher Kriterien vor der Krise relativ genau vorhersagen. Während der Krise wichen die Ratings der PIGS-Länder allerdings stark vom Modell ab.

Außer Frage steht, dass diese oft nicht nachvollziehbaren Einflüsse starke Effekte auf das Rating haben. Die Ratings wiederum haben hohe Auswirkungen auf die Refinanzierungskosten eines Staates und damit auch auf die Finanzmärkte.

Die ersten Schritte zu einer Regulierung ■ Bis 2009 war das Stichwort „Regulierung von Ratingagenturen“ in Europa⁹ weitgehend ein Fremdwort. Es existierte einzig der Verhaltenskodex für Ratingagenturen der Internationalen Vereinigung »

Mit der Einführung von Basel II begannen Kredit-Ratings die Mindesteigenmittel für Banken mitzubestimmen. Je höher ein Kredit geratet ist, desto weniger Eigenkapital muss gehalten werden, was auch zu einer Unterfinanzierung der Banken führte.

| | Moody's | Standard & Poor's | Fitch |
|-----------------------------------|---------|-------------------|---------|
| Nr. of Analyst employees | | | |
| Credit analysts | 1.126 | 1.081 | 1.057,5 |
| Credit analyst supervision | 126 | 228 | 305 |
| Nr of bond issues rated of | | | |
| Financial institutions | 84.773 | 47.300 | 83.649 |
| Insurance companies | 6.277 | 6.600 | 4.797 |
| Corporate issuers | 31.126 | 26.900 | 14.757 |
| Asset-backed securities | 109.281 | 198.200 | 77.480 |
| Government securities | 192.953 | 976.000 | 491.264 |

Volumen der großen Drei für 2009, Quelle: White, 2010: 217.



der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO), an den sich Ratingagenturen freiwillig halten sollten. Bereits 2004 forderte das Europäische Parlament die Kommission auf, über eine Regulierung nachzudenken, was damals aber von der Kommission mit Verweis auf die Selbstregulierungskräfte der Branche und den freiwilligen Kodex abgelehnt wurde.¹⁰

Erst im Jahr 2008 wurden von der Kommission zwei Konsultationen zu Ratingagenturen eingeleitet, die dann in einem Legislativvorschlag mündeten. Die Hauptelemente des Vorschlages waren die Registrierung der Ratingagenturen, Verhaltensregeln, die größtenteils auf dem IOSCO-Kodex basierten, sowie eine neue Aufsichtsstruktur. Die Verordnung¹¹, deren Bestandteil auch die Veröffentlichung von Schlüsselannahmen, Modellen und Methodologie der Ratings war, wurde im September 2009 von Rat und Europäischem Parlament verabschiedet. Im Jahr 2010 wurde die zuvor recht komplexe Aufsichtsstruktur in der Verordnung geändert. Seit diesem Zeitpunkt ist eine zentrale Aufsichtsbehörde, die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) vorgesehen, während sich zuvor nationale und europäische Behörden die Aufsicht teilten.

Die weitere Debatte ■ Im Juni 2011 forderte das Europäische Parlament¹² die Kommission dazu auf, strengere Regeln für Ratingagenturen vorzulegen. Das Europäische Parlament forderte die Schaffung einer unabhängigen europäischen Ratingagentur (europäische Ratingstiftung), die Verringerung der Interessenkonflikte aufgrund des Issuer-Pays-System, sowie die Prüfung einer möglichen zivilrechtlichen Haftung von Ratingagenturen. Ein Legislativvorschlag der Europäischen Kommission ist für Herbst angekündigt.

Mit der Erwartung einer gesetzgebenden Maßnahme noch im Jahr 2011 ist die Debatte über die weitere Regulierung der Ratingagenturen voll eröffnet. Nicht nur die Schaffung einer europäischen Ratingagentur wurde vom Europäischen Parlament ins Feld gebracht, es werden auch mehr Wettbewerb und eine geringere Marktkonzentration gefordert. Allerdings liegen auch schwerwiegende Argumente gegen diese Forderungen vor. So wurde zB gezeigt, dass mehr Wettbewerb zu einer Verschlechterung der Qualität der Ratings führen kann¹³, da die EmittentInnen mehr Möglichkeiten haben, nach dem für sie besten Rating zu suchen. Die Forderung nach einer explizit öffentli-

chen, unabhängigen Ratingagentur in Form einer Stiftung könnte zwar diese Argumente aushebeln, jedoch wird hier eine Abhängigkeit von öffentlichen EmittentInnen und eine geringe Akzeptanz befürchtet.

Die Entmachtung der Ratingagenturen – in Form einer Streichung der „Meinungen“ von Ratingagenturen aus kollektiv verbindlichen Regelwerken – die von der Arbeiterkammer bereits anlässlich der ersten öffentlichen Konsultation der Kommission gefordert wurde¹⁴, wird mittlerweile von einer Reihe prominenter AkteurInnen unterstützt. Eng mit diesem Punkt der Entmachtung verbunden ist auch die vom Europäischen Parlament vertretene Forderung, dass Ratingagenturen bei nachweislichen Fehlern Schadenersatz leisten sollen.

Die Entmachtung der Ratingagenturen wird mittlerweile von einer Reihe prominenter AkteurInnen gefordert.

Weitere Aspekte sind strengere Offenlegungspflichten der mathematischen Modelle und exogenen Variablen, die die Ratingagenturen ihren „Meinungen“ zu Grunde legen, insbesondere bei Staatsratings. In der derzeitigen Situation kann aber auch offen über neue Finanzierungsmodalitäten für Ratingagenturen, die Abkehr vom Issuer-Pays-System und die Einführung einer Umlagefinanzierung, aber auch über ein Verbot von Länderratings nachgedacht werden. Die Verringerung der Interessenkonflikte und das Bewusstsein für die Tatsache, dass Ratingagenturen Teile global agierender, gewinnorientierter Konzerne sind, war bereits in den bisherigen Gesetzesänderungen Thema.



»

Die nächsten Schritte ■ Ratingagenturen haben durch den zu freigiebigen Umgang mit ihren Zertifizierungen die Finanzkrise mitverursacht und in der Folge die Staatsschuldenkrise durch intransparente Ratings mitunter verstärkt. Nachdem eine Regulierung in Europa bis Ende der 2000er-Jahre ausblieb, gibt es nun in der EU seit 2009 erste Schritte in Richtung einer Regulierung sowie eine tiefer greifende Debatte. Besonders zentral erscheint es, in dieser Debatte klarzustellen, dass Ratingagenturen private Unternehmen sind, die eine Dienstleistung produzieren. Somit ist es essentiell, jegliche kollektiven Verbindlichkeiten von diesen Dienstleistungen zu entfernen, also dafür zu sorgen, dass sich Gesetze

Nachdem eine Regulierung in Europa bis Ende der 2000er-Jahre ausblieb, gibt es nun in der EU seit 2009 erste Schritte in Richtung einer Regulierung sowie eine tiefer greifende Debatte.

und sonstige Regelwerke (Veranlagungsrichtlinien, etc.) nicht automatisiert auf die Entscheidungen von Ratingagenturen stützen. Außerdem muss klarer werden, welche Informationen die Ratings wirklich liefern können und wie begrenzt ihre Aussagekraft ist. Der Vorschlag der Europäischen Kommission darf jedenfalls mit Spannung erwartet werden.

Die Regulierung der Ratingagenturen alleine reicht allerdings nicht aus, denn diese sind nur ein kleiner Teil der globalen Finanzmärkte. Diese gilt es in den Griff zu bekommen. Dazu ist vor allem die Einführung einer Finanztransaktionssteuer aber auch ganz generell die Umkehr des Trends zu einer immer ungleicheren Vermögens- und Einkommensverteilung sowie die Bekämpfung der Entkoppelung der Finanzmärkte von den realen Märkten notwendig.

Valerie Bösch ■

valerie.boesch@gmail.at

Michael Heiling ■ AK Wien

michael.heiling@akwien.at

- 1) McGraw-Hill gibt unter anderem *BusinessWeek* und *AviationWeek* heraus.
- 2) Insofern wäre festzuhalten, dass die – in der Debatte auch von manchen Seiten geforderte – private europäische Ratingagentur bereits existiert, da sich eine der großen drei Agenturen in europäischem (nämlich: französischem) Mehrheitsbesitz befindet.
- 3) *Standard & Poor's* sowie *Fitch* verwenden zB für ein Prime-Rating (mit einem Ausfallrisiko von nahe Null) die kategorische Bezeichnung AAA und für den Junk-Status (der mit einem Zahlungsausfall gleichzusetzen ist) die Ratingkategorie D bzw. DDD. Die Systematisierung von *Moody's* weicht hier geringfügig ab, hier stellt AAA das beste und C das schlechteste Rating dar.
- 4) *Standard & Poor's* antwortete auf eine Anfrage des britischen House of Lords im Jahr 2011 wörtlich: „Some sovereign ratings are issued at the request of the sovereigns themselves which, we believe, see them as useful tools to enable them to access capital markets. In those circumstances, they are paid for by the

sovereigns themselves. Other sovereign ratings, including for example the US, the UK and a number of other European sovereigns, are unsolicited. In those cases, S&P's ratings are issued without charge“.

- 5) Laut einem Artikel der Wochenzeitschrift „Trend“ vom August 2011 zahlt die Republik Österreich jährlich in etwa 500.000 Euro für ihre Ratings.
- 6) *Capital Requirements Directive*; umgesetzt durch die Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG, derzeit liegt dem EU-Gesetzgeber ein Kommissionsvorschlag zur Änderung der Richtlinie bzw. zur Einführung einer Verordnung vor.
- 7) Bei *Fitch* sind dies zB „macroeconomic policies, performance and prospects, structural features of the economy, public finances, external finances“.
- 8) Grätner/Griesbach/Jung (2011)
- 9) In den USA gab es immerhin bereits seit den 70er Jahren ein geregeltes Registrierungs- und Genehmigungsverfahren für Ratingagenturen.
- 10) In der betreffenden Mitteilung der Kommission über Ratingagenturen (2006/59/02) heißt es wörtlich: „Die

Kommission ist zuversichtlich, dass diese Richtlinien in Kombination mit der Selbstregulierung der Rating-Agenturen auf der Grundlage des neuen IOSCO-Kodexes die Bedenken des Europäischen Parlaments weitgehend ausräumen können.“

- 11) Verordnung 1060/2009 des europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen.
- 12) Entschließung des Europäischen Parlaments Nr. 2010/2302 vom 8. Juni 2011 zu den Zukunftsperspektiven der Ratingagenturen.
- 13) So argumentieren beispielsweise *Becker/Milbourn* (2011) oder *Bolton/Freixas/Shapiro* (2010).
- 14) Die Bundesarbeitskammer stellte damals in ihrem Beitrag zur Konsultation fest: „As a matter of principle, any a priori exclusive reliance on external ratings should be prohibited. Reference to external rating should be declared unacceptable and insufficient as justification of investment decisions made by corporate executives.“