

Universität Karlsruhe (TH)

Institut für Finanzwirtschaft, Banken und Versicherungen

Lehrstuhl Financial Engineering und Derivate

Prof. Dr. Marliese Uhrig-Homburg

Wettbewerbsbeitrag

Postbank Finance Award

2007

# Basel 9000i: Anreize für den Ratingmarkt

Verfasser: Marwan El Chamaa

Stefan Helber

Daniel Herzig

Jonathan Nickels Küll

Johannes Rudek

E-Mail: [derivate@fbv.uni-karlsruhe.de](mailto:derivate@fbv.uni-karlsruhe.de)

Karlsruhe, den 15. März 2007

Wettbewerbsbeitrag  
Postbank Finance Award  
2007

Basel 9000i: Anreize für den Ratingmarkt

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	ii
Tabellenverzeichnis	ii
<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
<b>2 Externe &amp; Interne Ratings</b>	<b>6</b>
2.1 Definition von internen und externen Ratings . . . . .	6
2.1.1 Die Rolle interner Ratings . . . . .	7
2.1.2 Die Rolle externer Ratings . . . . .	8
2.2 Aussage der Ratings: AAA oder PD . . . . .	9
2.3 Zeithorizont der Ratings . . . . .	9
2.4 Adressaten der Ratings . . . . .	10
2.5 Produzenten der Ratings . . . . .	11
2.6 Entstehungsprozesse der Ratings . . . . .	12
<b>3 Bewertung des bisherigen Ratingsystems</b>	<b>13</b>
3.1 Analyse des existierenden Systems . . . . .	14
3.2 <b>5P<sup>2</sup></b> - Fünf Probleme und Potentiale von externen Ratings . . . . .	18
<b>4 Zertifizierung des Ratingprozesses: BASEL 9000i</b>	<b>25</b>
4.1 Ratings als Regulierungsmaß . . . . .	25
4.2 Das BASEL 9000i Zertifikat . . . . .	27
4.3 Die Auswirkung auf die $5P^2$ . . . . .	30
4.4 Auswirkungen für die einzelnen Marktteilnehmer . . . . .	33
4.5 Auswirkungen auf die Gesamtökonomie . . . . .	36
<b>5 Markteinführung</b>	<b>39</b>
<b>6 Fazit</b>	<b>40</b>
Literaturverzeichnis	44
<b>A Anhang</b>	<b>48</b>

## Abbildungsverzeichnis

1	Umfrage unter Finanzfachleuten (Quelle: Association for Financial Professionals, 2004). . . . .	18
2	Basel 9000i im Marktumfeld . . . . .	28

## Tabellenverzeichnis

1	Basel 9000i . . . . .	29
2	Übersicht der $5P^2$ und deren Änderung bei Einführung eines Basel II Zertifikats. . . . .	30
3	Überblick über die unterschiedlichen Ratingklassen der drei größten Ratingagenturen. . . . .	50

## 1 Einleitung

Eine zentrale Funktion innerhalb jeder marktwirtschaftlich organisierten Ökonomie ist die Investition angesparten Geldes in neue Möglichkeiten der Wertschöpfung. Diese Anlage in neue Ideen, Produkte und Verfahrensweisen ist der eigentliche Wachstumsmotor jeder Volkswirtschaft. Die Voraussetzung hierfür jedoch ist, dass Angebot und Nachfrage nach Kapital koordiniert werden. Dabei ist es essentiell, den Investoren Informationen über das Verhältnis von Profitabilität und Risiko der verschiedenen Anlagemöglichkeiten zur Verfügung zu stellen. Ein Investor ist hierbei eine natürliche oder rechtliche Person, die gegen Überlassung von Zahlungsverpflichtungen seitens des Unternehmens diesem befristet Geldmittel zur Verfügung stellt. Dieser Prozess kann auf zwei verschiedenen Wegen realisiert werden. Einerseits kann als Mittler eine Bank fungieren, die Geld in Form von Spareinlagen bei einer Vielzahl von Privatpersonen sammelt und dieses Kapital gebündelt ausgewählten Unternehmen zur Verfügung stellt. Andererseits besteht die Möglichkeit, diesen Vorgang ohne Intermediation seitens einer Bank direkt über den Kapitalmarkt durchzuführen. Das Problem ist in beiden Fällen, dass die Nachfrager von Kapital über die Chancen und Risiken ihrer Investitionsmöglichkeiten sehr viel besser als die Investoren informiert sind, was als Informationsasymmetrie bezeichnet wird. Im ersten Fall obliegt es dem Kreditinstitut, sich eine Einschätzung über das Verhältnis von Chance und Risiko zu bilden. Dabei werden Sammeln, Verarbeiten und Aufbereiten der notwendigen Informationen zentral abgewickelt, was zu einer Ersparnis für jeden einzelnen Investor führt. Im zweiten Szenario übernehmen es so genannte Ratingagenturen, die Informationsasymmetrie abzubauen.

Für die Bank stellt der beschriebene Vorgang die Kernkompetenz ihrer Geschäftstätigkeit dar. Im Rahmen ihrer Analyse generiert die Bank in der Regel mehrere Größen, von denen die Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default, PD) und die Höhe des zu erwartenden Verlustes beim Ausfall (Loss given Default, LGD) zentral sind. Dabei setzt sie den Preis für das Fremdkapital in Form des Zinssatzes und/oder des Disagios fest, welche sich aus den Kosten<sup>1</sup> für die Erstellung, dem erwarteten Verlust, dem unerwarteten Verlust und einem Gewinnzuschlag zusammensetzen.

Genau wie die Banken ist auch die Ratingagentur versucht, eine möglichst exakte Einschätzung der Chancen und Risiken eines Investments zu erstellen. Ähnlich wie die

---

<sup>1</sup>Hierzu gehören beispielsweise die Kosten für die Infrastruktur und das Personal der Bank.

Bank sammelt sie dafür Informationen, gibt jedoch das Ergebnis ihrer Untersuchung nicht in Form eines präzisen Zahlenwertes weiter, sondern mittels klassierter Chiffren, wie beispielsweise dem bekannten AAA-Schema. Dadurch ist die Information, die der Masse der Investoren auf dem Kapitalmarkt zur Verfügung steht, gegenüber den Informationen der Bank stark vergrößert. Der gegenwärtige Zustand wird von den Teilnehmern am Kapitalmarkt jedoch aus verschiedenen Gründen als mangelhaft empfunden<sup>2</sup>, speziell hinsichtlich der externen Ratings. Zum einen betrifft dies die Genauigkeit der Analysen. Die Chiffrierung externer Ratings erlaubt den Nutzern der Ratings zwar eine ordinale Sortierung von Bonds mit unterschiedlichen Ratings, darüber hinaus lässt sich jedoch keine Aussage treffen. Dies heißt beispielsweise, dass Bonds mit einem identischen Rating vom Investor auch als identisch zu behandeln sind. Zudem werden die den Investor interessierenden Kriterien nicht explizit herausgearbeitet. Als Bereitsteller von Liquidität ist, ebenso wie es bei den Banken der Fall ist, zum einen die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls von Interesse, zum anderen die Höhe des Verlustes, für den Fall, dass ein Ausfall eintritt. Diese Größen lassen sich bestenfalls als implizite Information aus den veröffentlichten Ratings schätzen. Des Weiteren wird externen Agenturen vorgeworfen, auf die Bedürfnisse der Kapitalanleger nicht mit dem richtigem Produkt-Mix zu reagieren<sup>3</sup>. So verlangen Investoren zum Zweck einer fundierten Entscheidung Analysen, die entsprechend dem eigenen zeitlichen Horizont differenziert sind. Weitere Kritikpunkte sind die Unfähigkeit von Agenturen, schnell auf Bonitätsveränderungen in den Unternehmen zu reagieren und bei der Genauigkeit ihrer Urteile hinter dem Möglichen zurückzubleiben.

Die Performance interner Systeme ist dahingegen deutlich schwieriger zu beurteilen, da diese zu den Betriebsinterna der Banken zählen. Allerdings ist die Leistungsfähigkeit interner Ratings als sehr viel weniger kritisch zu bewerten, da hier klare Anreize und eine klare Verantwortlichkeit zu kontinuierlichem Verbesserungsdruck führen. Die Banken sind schließlich nicht nur die Produzenten der eigenen Analysen, sondern auch der alleinige Nutzer. Von einer korrekten Analyse des Schuldnerrisikos hängt direkt die Profitabilität eines Kreditinstituts ab. Diese Situation führt auf eine risikoadäquate Vergütung des verliehenen Kapitals.

---

<sup>2</sup>Vergleiche den in Kapitel 3.2 vorgestellten Bericht „Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets“[39].

<sup>3</sup>Vergleiche den Bericht „Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets“.

In einer idealen Situation würde auf dem Markt lediglich eine Institution existieren, welche alle Investitionsmöglichkeiten mit dem zugehörigen korrekten und präzisen Rating versieht. Dies bedeutet, dass Ratings genaue Aussagen hinsichtlich der interessierenden Größen treffen müssen, speziell PD und LGD. Diese Größen sollten nach Anlagehorizont differenziert sein und sich gemäß der neu eintreffenden Bonitäts-Information unverzüglich ändern. Hiermit sind die beiden wesentlichen Komponenten der Qualität eines Ratings benannt, nämlich zum einen die Exaktheit der Analyse und zum anderen die Verwendbarkeit der Resultate zur Beurteilung einer Investition. Die genannten Anforderungen gelten, sowohl für den einzelnen anonymen Investor auf dem Kapitalmarkt, als auch für die Kredit vergebenden Banken. Darüber hinaus ist insbesondere noch die Korrelation der Einzelrisiken voneinander interessant, da z.B. im Bankbetrieb die Bündelung einer Vielzahl von Einzelrisiken zu einem Portfolio vorgenommen wird. Aus volkswirtschaftlicher Sicht übersetzen sich die genannten Anforderungen in eine Kapitalallokation, die aufgrund der korrekten Information über das Risiko der Investitionsmöglichkeiten effizient ist. Sind die Investoren, privat oder institutionell, über die Risiken der Anlagemöglichkeiten korrekt informiert, so können die Investitionsentscheidungen gemäß der eigenen Risikoneigung optimal erfolgen und die Allokation der liquiden Mittel effizient. Ein weiterer Faktor aus volkswirtschaftlicher Sicht ist jedoch nicht nur die Qualität des Analyseresultats, sondern auch der Aufwand, der zur Erstellung des Ratings erbracht wurde. Das Sammeln, Verarbeiten und Aufbereiten von Information ist aufgrund der Anforderungen an technische Infrastruktur und Personal mit hohen Kosten verbunden, die ein Bestandteil der Fremdkapitalkosten sind. Diese Kosten werden bei Vorhandensein lediglich einer einzigen Agentur auf dem Markt minimiert, was somit auch auf der volkswirtschaftlichen Ebene optimal ist<sup>4</sup>.

Die aktuelle Situation unterscheidet sich jedoch in mehreren Aspekten vom Idealzustand. In der Realität existieren mehrere Agenturen, da es kein System geben kann, welches für alle optimal ist. Daher sind am Markt mehrere Ratingagenturen mit unterschiedlichen Ratingprozessen entstanden, da durch die so entstandene Konkurrenz die Investoren ein größeres Vertrauen in die Qualität der Ratings haben, denn eine Agentur, welche sich nicht bemüht, exakte Prognosen zu erstellen, würde schnell vom Markt verschwinden. Selbstverständlich ist auch bei sehr intensiver Konkurrenz keine Garantie für ein unfehlbares Rating gegeben. Trotz der Existenz mehrerer Agenturen ist im

---

<sup>4</sup>Immer unter der Prämisse, dass das Rating wirklich das absolut richtige ist.

gegenwärtigen System die Intensität des Wettbewerbs jedoch sehr viel schwächer als gewünscht ausgeprägt. Die Ursache dieses Problems liegt in der Vergabe eines besonderen Status (Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO) von Seiten der Aufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission, SEC). Durch die Designation eines kleinen Kreises von NRSROs wird ihre breite Anerkennung im Finanzmarkt bestätigt. Außerdem erlaubt die Beschränkung auf einen kleinen Kreis die Formulierung der aktuell geltenden Regeln zur Beschränkung der Risikoübernahme bestimmter institutioneller Investoren. Gäbe es dutzende oder gar hunderte von Ratingagenturen, so fände sich zu praktisch jedem Investment stets ein oder mehrere exzellente Ratings, ebenso besonders negative. Da sich in diesem Fall jeder Schuldner das jeweils positivste Rating zur Deklaration des inhärenten Risikos aussuchen würde, wären so die Regeln zur Beschränkung ad absurdum geführt. Aktuell existieren lediglich fünf Ratingagenturen, deren Analysen weite Beachtung finden und deren Urteile zur Deklaration des Ausfallrisikos eines Bonds seitens des Emittenten offiziell zugelassen sind. Hierbei ist zur Klassifikation der Bonds das gängige AAA/BBB System zugelassen. Aufgrund der geringen Größe des Marktes ist die Orientierung der Marktteilnehmer aneinander stark ausgeprägt. Da zusätzlich die Anforderungen an die Ratinggenauigkeit niedrig sind, wäre ein stärker qualitätsorientiertes Verhalten seitens einer Agentur kostspielig, ohne in näherer Zukunft Gewinne in Aussicht zu stellen. Es bestehen also keine Anreize, die Ratings qualitativ zu verbessern, um den Informationsforderungen des Marktes nachzukommen.

Trotz der Vielschichtigkeit, die das Problem der „Erstellung eines optimalen Informationssystems aus internen & externen Ratings für die Finanzwirtschaft“ beinhaltet, soll in der vorliegenden Arbeit eine Konzentration auf wesentliche Aspekte erfolgen. Dies bedeutet, dass vor allem die Mängel externer Ratings und die Verbesserungsmöglichkeiten diskutiert werden. Auf dem Gebiet externer Ratings sind zum einen die Missstände besonders eklatant, zum anderen macht die große Bedeutung ihrer Analyseurteile eine Reform unumgänglich. Das Ziel ist also die Steigerung des Wettbewerbsdruckes bei gleichzeitiger Neuformulierung der Regeln zur Beschränkung von Investitionen.

Hierzu schlagen wir die Einführung einer Zertifizierung der Ratingprozesse externer Ratingagenturen ähnlich der Zertifizierung der internen Systeme im Rahmen des Basel II Prozesses vor. Begründen lässt sich dies durch die Verwendung der Ratings von Agenturen im Rahmen des Standardansatzes zur Eigenkapitalunterlegung von Ba-



sel II. Banken müssen ihre internen Systemen vor der Verwendung von der Aufsicht überprüfen lassen. Agenturen, deren Ratings nun ebenfalls für die Bestimmung der nötigen Eigenkapitalunterlegung verwendet werden können, sind jedoch im momentanen System keiner Aufsicht unterworfen. Durch diese fakultative Auszeichnung würde sichergestellt, dass eine Agentur gewisse Mindestanforderungen erfüllt und in einem Test mit historischen Marktdaten ein Mindestmaß an Vorhersagegenauigkeit erreicht. Analog zum Zertifizierungsprozess für interne Systeme bedeutet die Verleihung dieser Auszeichnung auch hier, dass die Urteile dieser Agentur für die Bemessung der Eigenkapitalunterlegung im Rahmen eines internen Ansatzes verwendet werden können. Damit eröffnet sich für Ratingagenturen ein neues Geschäftsfeld, da vor allem im Fall von kleineren Banken die Übernahme des Urteils der Agentur beziehungsweise deren zertifizierten Ratingtechnologie sinnvoll sein kann. Banken mit geringem Umsatzvolumen werden es nicht in ihrem Interesse finden, sich für die geringe Anzahl größerer Kredite, um die Schaffung eines eigenen internen Ratingsystems zu bemühen. Auch für größere Banken mit einem eigenen System kann sich die Verwendung externer Ratings zur Überprüfung der eigenen Analysen lohnen. Schließlich bedeutet die Harmonisierung der Anforderungen für externe und interne Ratings eine überfällige Anpassung der Kriterien, die an die verschiedenen Modelle gestellt werden.

Ein weiterer Vorteil der vorgeschlagenen Reform ergibt sich aus der Möglichkeit der Ratingagenturen, Banken als Kunden gewinnen. Treten sie mit dieser Gruppe von Abnehmern in Kontakt, welche ein vitales Interesse an der Qualität des Ratingprodukts hat, so kann allein diese Tatsache als zusätzliches Gütesignal fungieren. Dadurch wird der Verbesserungsdruck für externe Ratings drastisch erhöht, ebenso wie die Notwendigkeit steigt, die Struktur der eigenen Produktpalette an den Markterfordernissen auszurichten. Diese Anreizstruktur ermöglicht es, gleichzeitig den Kreis der Marktteilnehmer im Markt für externe Ratings zu erhöhen und dennoch die Qualität der Ratings soweit zu halten oder zu steigern, dass ihre Verwendung im Zuge der Regeln zur Beschränkung von riskanten Investitionen möglich ist.

Kapitel 2 gibt zuerst eine Übersicht über externe und interne Ratings, einschließlich solcher Aspekte wie Informationsgehalt, Verwendung seitens der Marktteilnehmer und der Beziehung zu den gerateten Unternehmen. Hierbei soll eine Beschränkung auf Corporate Ratings stattfinden. Daran schließt sich eine Diskussion der fünf wesentlichen Probleme und Potenziale von externen Ratings im Kapitel 3 an. Anschließend wird in

Kapitel 4 die von uns geforderte Reform mittels der Einführung einer Zertifizierung vorgestellt und ihre Wirkung auf den Markt erörtert. Zum Ende wird in Kapitel 5 kurz auf eine Möglichkeit der praktischen Umsetzung unseres Vorschlages eingegangen.

## 2 Externe & Interne Ratings

In diesem Kapitel werden die zwei zentralen Gegenstände - interne und externe Ratings - vorgestellt und es wird versucht dem Leser ein grundlegendes Verständnis für das am Markt existierende System zu vermitteln. Mit diesen Kenntnissen ist es dann möglich, etwaige Probleme zu erkennen und Lösungen für diese erarbeiten zu können.

### 2.1 Definition von internen und externen Ratings

Allgemein versteht man unter einem internen Rating die von einem Unternehmen erstellte Beurteilung über einen Kunden, der eine Zahlungsverpflichtung gegenüber diesem Unternehmen hat. Die raterstellenden Unternehmen sind in der Regel Banken, weshalb wir uns im weiteren Verlauf der Arbeit auf die Erstellung und Verwendung interner Ratings aus der Sicht einer Bank konzentrieren. Der Begriff interne Ratings leitet sich daraus ab, dass diese Ratings nicht an die Öffentlichkeit gegeben, sondern nur intern verwendet werden.

Externe Ratings werden von Ratingagenturen erstellt und anschließend der Öffentlichkeit zugänglich gemacht. Der Begriff externe Ratings kommt also daher, dass der Anwender das Rating nicht selbst erstellt, sondern von einem externen Anbieter, der Agentur, bezogen hat. Die Agenturen lassen sich im Kreditmarkt der USA, welcher weltweit der Größte ist, in NRSROs (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) und Nicht-NRSROs unterscheiden. Erstere sind von der Securities and Exchange Commission (SEC) zertifiziert und deren Ratings dürfen daher im Rahmen aufsichtsrechtlicher Regelungen verwendet werden. Zum heutigen Zeitpunkt sind folgende fünf Ratingagenturen NRSROs: Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings, A. M. Best Company und Dominion Bond Rating Service, Ltd. Im weiteren Verlauf sind mit externen Ratings, falls nicht anders erwähnt, die Ratings von NRSROs gemeint.

### 2.1.1 Die Rolle interner Ratings

Für die Erstellung eines Ratings gibt es unserer Meinung nach zwei Hauptgründe:

- Identifikation von Ausfallrisiken
- Erfüllung aufsichtsrechtlicher Vorschriften.

Die Identifikation des Ausfallrisikos, welches durch den Kunden entsteht, ist eine der Kernkompetenzen einer Bank. Im Rahmen ihrer Rolle als Finanzintermediär sammelt sie Geld von einem Teil ihrer Kunden ein und gibt dieses in Form von Krediten an einen anderen Teil ihrer Kundschaft weiter. Dabei verdient die Bank eine Zinsmarge, welche die Differenz zwischen den unterschiedlichen Zinssätzen darstellt, die sie für die Einlagen zahlt und für die Kredite verlangt. Dass diese Zinsmarge von den Teilnehmern dabei der Bank überlassen wird, begründet sich dadurch, dass sie die ausgegebenen Kredite für die Kreditgeber überwacht. Somit muss nicht jeder einzelne Kreditgeber seine(n) Kredit(e) an die Kreditnehmer laufend kontrollieren, sondern die Bank übernimmt diese Funktion. Dadurch werden die Kosten für die Überwachung deutlich gesenkt (es müssen nicht mehr  $n$  Kreditgeber ihre Kredite überwachen, sondern nur noch eine Bank) und die Überwachung kann zudem gründlicher erfolgen, da eine Bank in der Regel einen tieferen Einblick in die Vorgänge in einem Unternehmen erhält (eventuell sogar im Aufsichtsrat vertreten ist) und diese zudem besser überblicken kann. Das zentrale Instrument, welches die Bank im Rahmen ihrer Überwachung des Kreditnehmers benutzt, ist das interne Rating.

Dass interne Ratings auch im Rahmen der Erfüllung aufsichtsrechtlicher Vorschriften eine wichtige Rolle spielen, ist durch die Eigenkapitalvorschriften nach Basel II<sup>5</sup> begründet. Diese Vorschriften stützen sich auf drei Säulen: Mindesteigenkapitalanforderungen, Bankaufsichtlicher Überprüfungsprozess und Erweiterte Offenlegung. Für die erste Säule wurden drei Risiken identifiziert: Kreditausfallrisiken, Marktpreisrisiken und operationelle Risiken. Für die Bestimmung des Kreditrisikos stehen der Bank drei Ansätze zur Verfügung. Davon beruhen die beiden fortgeschrittenen Ansätze auf dem von der Bank erstellten internen Rating. Der dritte, sogenannte Standardansatz, beruht auf einem, von einer Ratingagentur erstellten, externen Rating.

---

<sup>5</sup>Basel II bezeichnet die Gesamtheit aller Eigenkapitalvorschriften, welche vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht erarbeitet wurden. Die darin festgelegten Regelungen müssen gemäß der EU-Richtlinie 2006/49/EG ab dem 1. Januar 2007 in den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union angewendet werden.

### 2.1.2 Die Rolle externer Ratings

Für die Erstellung eines externen Ratings lassen sich unserer Meinung drei Hauptgründe identifizieren:

- Beseitigung von Informationsasymmetrie
- Erfüllung aufsichtsrechtlicher Vorschriften
- Marketing.

Die Beseitigung von Informationsasymmetrien sollte im Interesse aller Marktteilnehmer sein. Investoren möchten möglichst gut über ein Unternehmen informiert sein, bevor sie ihm Kredit gewähren und da bei direkter Information durch das Management für dieses ein Anreiz besteht einzelne Informationen nicht zu veröffentlichen oder zu verändern (sogenanntes Principal-Agenten Problem), bieten Ratingagenture die Möglichkeit sich von einem Dritten ein objektives Bild über ein Unternehmen und seine Kreditwürdigkeit geben zu lassen. Unternehmen sind ebenfalls an einer objektiven Darstellung ihres Unternehmens interessiert, da sie ansonsten von Investoren mit einer zusätzlichen Risikoprämie belegt werden, wie beispielsweise Akerlof (1970) in seiner Arbeit zeigte. In das Rating einer Agentur können darüber hinaus auch interne Informationen einfließen, welche eine Unternehmung nicht an die Öffentlichkeit geben möchte. Dazu gehören beispielsweise langfristige Strategien, neue Produkte oder geplante Übernahmen. Diese Informationen werden von den Ratingagenturen vertraulich behandelt und können somit in das Rating einfließen, ohne dass kritische Informationen an Wettbewerber des bewerteten Unternehmens gelangen.

Bei der Erfüllung aufsichtsrechtlicher Vorschriften spielen externe Ratings in Form der angesprochenen Eigenkapitalunterlegung im Rahmen von Basel II eine Rolle, sollte sich die Bank gegen den IRB-Ansatz und somit für den Standardansatz entscheiden, bei dem die Eigenkapitalunterlegung einzelner Kredite maßgeblich von dem Rating externer Agenturen abhängt. Jedoch sind auch im Rahmen der Vorschriften der SEC die Ratings von NRSROs von großer Bedeutung. So ist gerade im Zusammenhang mit der kapitalgedeckten Altersvorsorge in den USA und den dadurch existierenden Fonds, genau vorgeschrieben, in welche Risikoklassen sogenannte money market funds investieren dürfen. Auch hängen die Anforderungen der SEC an Bondemittenten stark von dem Rating ab, welches ein NRSRO an den Emittenten vergeben hat.

Sollte das Rating sehr positiv ausfallen, so kann mit diesem auch Werbung bei Investoren oder Kunden betrieben werden, um sich positiv von den Konkurrenten absetzen zu können. Dadurch lassen sich dann günstigere Konditionen für die Aufnahme von Fremdkapital realisieren. Dies geschieht oft bei Versicherungen und wird in Zukunft mit dem Rating von Fonds, welche ebenfalls um Kapital werben, sicherlich noch weiter an Bedeutung gewinnen.

## 2.2 Aussage der Ratings: AAA oder PD

Externe Ratings werden von jeder Agentur in mehr oder weniger unterschiedlichen Formen an den Markt gegeben, welche sich jedoch durchaus vergleichen lassen. In der Tabelle 3 ist eine Gegenüberstellung der externen Ratings der drei großen Agenturen zu finden. Gemein ist allen Ratings dabei, dass keine expliziten Wahrscheinlichkeiten angegeben werden, sondern nur eine allgemeine Aussagen über die Qualität des Schuldners oder der Schuldverschreibung gemacht wird. Somit muss der Anleger sich selbst aus diesem Rating eine Ausfallwahrscheinlichkeit ableiten.

Bei internen Ratings werden dagegen konkrete Zahlenwerte für die Ausfallwahrscheinlichkeiten (PD) berechnet. Die Werte können sich darauf beziehen, dass der Kredit in einer Zeitspanne ausfällt, oder dass er mindestens eine interessierende Zeitspanne überlebt. Diese können anschließend klassiert werden, um einen Vergleich mit den Ratings von Agenturen zu ermöglichen, jedoch wird innerhalb einer Bank (abhängig vom Verwendungszweck) oft mit dem exakten Wert gerechnet, da bei der Klassierung Informationen verloren gehen.

## 2.3 Zeithorizont der Ratings

Externe Ratings werden in der Regel für einen äußerst langen Zeitraum ausgegeben<sup>6</sup> was von den Agenturen *through-the-cycle* genannt wird. Dadurch soll verhindert werden, dass kurzfristige Konjunkturschwankungen das Rating beeinflussen. Jedoch ist auch dieser Zeithorizont von den Agenturen nicht klar definiert. Es ist somit wiederum die Aufgabe des Investors diesen Zeitraum zu schätzen. Es ist jedoch fraglich, in wie weit es den Agenturen gelingt, Konjunktoreinflüsse zu beseitigen. So zeigt Galil (2003) mit einer empirischen Analyse, dass es Standard & Poors nicht gelingt, diese Effekte

---

<sup>6</sup>Vergleiche Altman/Rijken (2004).

vollständig aus ihren Ratings zu beseitigen. Es gibt zwar auch von einigen Agenturen mittlerweile Ratings, welche sich explizit auf einen kürzeren Zeithorizont beziehen, jedoch ist hierbei die Klassierung der Ausfallwahrscheinlichkeiten sehr grob<sup>7</sup>.

Bei einem internen Rating werden in der Regel mehrere Ausfallwahrscheinlichkeiten für unterschiedliche Zeithorizonte berechnet. Beispiele für solche Zeithorizonte sind ein Jahr, die Zeit bis zur Möglichkeit den Kredit zu kündigen, die vertraglich vorgesehene Laufzeit, sowie eine Zeitdauer von  $k$  Jahren. Dadurch lässt sich wiederum eine genauere Aussage über die Ausfallwahrscheinlichkeit der Schuldverschreibung machen.

## 2.4 Adressaten der Ratings

Interne Ratings werden in der Regel direkt in der Unternehmung erstellt, welche diese verwendet (im Allgemeinen sind dies Banken). Dadurch ist klar, dass dieses Unternehmen selbst der (einzige) Adressat für das Rating ist. Innerhalb des Unternehmens sind die Ratings für mehrere verschiedene Abteilungen wichtig. Beispielsweise benutzt das Risikomanagement die Ratings einzelner Schuldverschreibungen, um die Gesamtrisikoposition der Unternehmung zu bestimmen, wogegen der Vertrieb die Ratings verwenden sollte, um die Konditionen, zu denen ein Kredit vergeben wird, festzusetzen.

Externe Ratings richten sich an mehrere Adressaten:

- Kapitalgeber,
- Emittenten und
- Intermediäre.

Investoren als Kapitalgeber, welche die Schuldverschreibung eines Emittenten kaufen möchten, sind sicherlich die wichtigsten Adressaten. Investoren sind in der Regel nicht dazu in der Lage sich ein eigenes, zuverlässiges Rating zu erstellen, da sie die Informationen, welche dafür nötig sind, nicht in angemessener Zeit beschaffen und diese auch nicht angemessen verarbeiten können. Daher benutzen sie das von der Ratingagentur veröffentlichte Rating. Dieses ist also eine Dienstleistung, welche der Investor in Anspruch nimmt. Das Unternehmen als Emittent, welches ein Rating erhalten hat, ist ebenfalls ein Adressat. Es bekommt somit Auskunft darüber, wie ein unabhängiger Beobachter seine Kreditwürdigkeit einschätzt. Dadurch kann das Unternehmen nach

---

<sup>7</sup>Beispielsweise verwendet Moody's nur vier Klassen für das kurzfristige Rating.

Rücksprache mit der Ratingagentur Maßnahmen ergreifen, um seine Kreditwürdigkeit bei Bedarf zu verbessern, falls es dies nach eigener Einschätzung oder nach dem Vergleich mit Konkurrenten für nötig hält. Gleiches gilt auch für Staaten oder Gemeinden, welche ein Rating erhalten. Für Banken als Intermediäre ist das Rating einer Agentur besonders dann wichtig, wenn sie den Standardansatz von Basel II verwenden, da dann die Ratings die nötige Unterlegung von vergebenen Krediten mit Eigenkapital bestimmen. Doch auch wenn Banken ein eigenes Rating für die Eigenkapitalunterlegung benutzen, werden externe Ratings als Vergleichsmöglichkeit zu dem selbsterstellten Rating verwendet.

## 2.5 Produzenten der Ratings

Interne Ratings werden hauptsächlich von Banken erstellt. Jedoch bedeutet dies nicht, dass jede Bank interne Ratings für sämtliche Kunden erstellt. Dies ist mit erheblichem Aufwand verbunden, so dass die Erstellung eines eigenen Ratings erst ab einer bestimmten Größe der Bank wirtschaftlich sinnvoll ist. Somit lässt sich sagen, dass jede Großbank sicherlich eigene interne Ratings erstellen wird, dass jedoch bei kleineren Banken oft nur für einzelne Großkredite Ratings erstellt werden.

Externe Ratings werden von Ratingagenturen vergeben, wobei zwischen den bereits erwähnten Gruppen der NRSROs und Nicht-NRSROs unterschieden werden muss. Bei den Nicht-NRSROs herrscht ein breiter Wettbewerb. Oftmals erstellen diese Agenturen Ratings ohne einen expliziten Auftrag dafür erhalten zu haben (ein sogenanntes *unsolicited Rating*). Da dafür folglich auch keine Gebühren von dem gerateten Unternehmen verlangt werden können, erheben diese Agenturen in der Regel Gebühren für das Einsehen der Ratings. Anders verhält es sich bei den NRSROs. Diese stehen in keinem direkten Wettbewerb, da der Markt, durch die Vergabe des Titels NRSRO, stark von der Aufsicht reguliert ist. Da ihr Rating oftmals Voraussetzung für Zugang zu bestimmten Märkten ist, können diese Agenturen von den Emittenten, welche sich raten lassen wollen oder müssen, für ihre Dienstleistung bezahlen lassen. Die Unternehmen beauftragen in diesem Fall die Agentur mit der Erstellung eines Ratings (dies wird als *solicited Rating* bezeichnet). Das Rating wird dann der Öffentlichkeit kostenlos zur Verfügung gestellt.

## 2.6 Entstehungsprozesse der Ratings

Die folgende Darstellung des Vorgangs, welcher zu einem externen Rating einer Agentur führt, basiert wesentlich auf der Darstellung von Dimitrakopoulos/Spahr (2003) und den Dokumentationen der Agenturen Standard & Poor's<sup>8</sup>, Fitch Ratings und Moody's Investor Service<sup>9</sup>. Da sich die einzelnen Vorgehensweisen der großen Agenturen nur unwesentlich voneinander unterscheiden, wird im folgenden auf eine differenzierte Darstellung verzichtet.

Die Erstellung eines externen Ratings kann durch zwei Ereignisse angestoßen werden. Im Falle eines unsolicited Ratings wird der Entschluss zur Erstellung von der Agentur selbst getroffen. Handelt es sich dagegen um ein solicited Rating, so tritt das Unternehmen an die Agentur heran und bittet diese, ein Rating zu erstellen. In beiden Fällen wird ein Analyse-Team, welches aus einem Primär-Analysten und einem Backup-Analysten besteht, gebildet. Dieses Team ist dann für die Erarbeitung eines Ratingvorschlags verantwortlich. Falls es sich um ein solicited Rating handelt, wird sich dieses Team dann mit dem Unternehmen in Verbindung setzen und es bitten alle, für das Rating relevanten Informationen (beispielsweise Jahresabschlüsse, Absatzplanungen etc.) zu übergeben. Hierzu gehören auch nicht veröffentlichte Informationen, welche von den Agenturen vertraulich behandelt werden. Außerdem werden von dem Team Interviews mit Mitgliedern des Management (vor allem den Verantwortlichen für Finanzen und die strategische Unternehmensplanung) geführt. Bei einem unsolicited Rating können dagegen nur öffentlich verfügbare Informationen verwendet werden. Aus sämtlichen Informationen wird dann von den Analysten ein Vorschlag für ein Rating erarbeitet. Dieser Vorschlag wird dann einem Komitee präsentiert, welches über das endgültige Rating entscheidet. Das Komitee besteht aus mehreren Analysten, wobei mindestens einer den Titel eines Senior Director oder höher inne hat. Sollte das Komitee zu dem Schluss kommen, dass weitere Informationen benötigt werden, um ein Rating zu vergeben, so werden die ursprünglichen Analysten versuchen diese zu beschaffen. Andernfalls entscheidet sich das Komitee für ein Rating und wird dieses, nach Rücksprache mit dem gerateten Unternehmen, veröffentlichen. Die Ratings werden dann in regelmäßigen Abständen oder bei Bekanntwerden neuer, für das Rating

---

<sup>8</sup>Siehe: Dokumentation des Ratingprozesses: <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/pfcrit2000.pdf?vregion=ca&vlang=en>.

<sup>9</sup>Siehe: Dokumentation des Ratingprozesses: <http://www.moody.com/moodyseurope/mdcsResearchPage.aspx?template=ratingmethods&mdcsId=1>.



relevanter Informationen überprüft und bei Bedarf angepasst. Der gesamte Ratingprozess dauert ungefähr sechs bis acht Wochen.

Da Banken ihre internen Ratingsysteme nicht veröffentlichen und auch kein zwingendes Interesse daran haben diese möglichst transparent zu machen, ist die Darstellung des Ratingprozesses schwieriger. Eine Orientierung bieten Fritz et al. (2003), die in ihrer Arbeit einen Leitfaden für die Erstellung eines internen Ratingsystems erarbeiteten. Sie unterscheiden zwischen einem nicht-standardisiertem und einem standardisiertem Ansatz. Der nicht-standardisierte Ansatz basiert auf einem Satz von Kriterien, welche sich je nach zu bewertendem Unternehmen ändern können. Dieser Ansatz wird von Ratingagenturen verwendet, steht und fällt jedoch mit dem Wissen und der Erfahrung der Analysten. Obwohl dieser Ansatz von den Regulatoren gebilligt wird, raten die Autoren bei der Erstellung eines internen Rating zu einem standardisiertem Ansatz. Dieser basiert auf einem festen Satz von Faktoren, welche auf ihre Trennschärfe zwischen „guten“ und „schlechten“ Krediten getestet wurden. Wichtig für die Identifizierung dieser Faktoren ist vor allem, dass eine genügende Datenhistorie vorliegt. Die Trennschärfe kann dann mittels Gini-Koeffizient, Alpha/Beta-Fehler, Brier-Score oder Wilk's Lambda überprüft werden. Insgesamt ist darauf zu achten, dass die Anzahl der Faktoren nicht zu groß wird, um eine Overfitting zu vermeiden und die Prognosefähigkeit des Modells zu erhalten. Die so ausgewählten Faktoren werden zu einem einzelnen Wert aggregiert, welchem mit Hilfe von historischen Daten und Interpolation eine Ausfallwahrscheinlichkeit zugewiesen wird. Die Informationen, welche in das Rating eingehen, können sowohl öffentlich als auch vertraulich und nur der Bank bekannt sein. Dieses System lässt sich noch weiter verfeinern und flexibilisieren, indem manuelle Eingriffe ermöglicht werden, wodurch einzelnen Faktoren beispielsweise mehr Gewicht eingeräumt werden kann. Eine weitere Übersicht über Verfahren, welche bei der Erstellung eines Internen Ratings verwendet werden können, findet sich auch in Mettler(1994).

### **3 Bewertung des bisherigen Ratingsystems**

Nachdem nun ein Überblick über die beiden Ratingarten gegeben wurde, drängen sich eine tiefer gehende Analyse und eine Gegenüberstellung der beiden auf, welche über die bloße Dokumentation der Merkmale hinausgeht und untersucht, ob das in unserer Finanzwirtschaft existierende System optimal ist. Sollte dies der Fall sein, besteht kein

Bedarf, die Verhältnisse zu ändern. Im anderen Fall müssen die Probleme und deren Ursachen identifiziert werden um anschließend ein neues System zu entwickeln, welches dem hohen Ziel der Optimalität näher ist.

### 3.1 Analyse des existierenden Systems

Leider ist ein direkter Vergleich der beiden Ratingarten nicht ohne weiteres möglich, da interne Ratings ihrer Natur nach nicht öffentlich verfügbar sind. Das Zusammenspiel der beiden Ratingarten am Markt ist also einzig aus Sicht einer Bank zu beobachten, da nur sie Zugang zu beiden hat. Mit Hilfe eines von verschiedenen Banken zur Verfügung gestellten Datensatzes gelang es Krahen et al. (2000), die beiden Ratingarten miteinander zu vergleichen. Dabei wurde deutlich, dass die Informationen, welche in das jeweilige Rating eingehen, sich stark ähneln. Einzig die Informationen, welche aus der Kontoführung gewonnen werden können, gehen verständlicherweise nur in das Rating der Bank ein. Die Ähnlichkeit der quantitativen Kennzahlen ist einleuchtend, doch sind auch die softeren Kriterien, wie beispielsweise die Managementqualität, bei beiden nahezu identisch. Gerade diese nur schwer quantifizierbaren Eingangsgrößen haben dabei einen signifikant positiven Einfluss auf das interne Rating einer Bank. Diese finden dabei in der Regel durch Scoringverfahren ihren Eingang in das finale Rating. Das interne Ratings sich jedoch durchaus unterscheiden können, zeigt Carey(2001). Demnach treten besonders bei kleineren und relativ sicheren Krediten Unterschiede bei den internen Ratings einzelner Banken auf. Er stellt fest, dass einige Banken generell optimistischer sind als andere. Die Gründe für solche Unterschiede liegen sicherlich in dem unterschiedlichem Aufbau der Ratingsysteme. Internen Systeme werden zwar von Seiten der Aufsicht überwacht, doch gibt es keine konkreten Anforderungen an deren Gestaltung. Somit ist es nachvollziehbar, wenn einzelne Ratings unterschiedlicher Banken voneinander abweichen. Ob einzelne Systeme somit anderen unterlegen sind, versuchen Frerichs/Wahrenburg (2003) zu klären. Sie kommen zu dem Schluss, dass es möglich ist, unterlegene Ratingsysteme zu identifizieren. Es gibt somit also deutliche Unterschiede zwischen den internen Ratings verschiedener Banken.

Auf Seiten der externen Ratings ist in der Regel eine höhere Homogenität zu beobachten. Dies liegt insbesondere in der Marktstruktur der großen Ratingagenturen begründet. Diese ähnelt stark einem Oligopol, da es momentan nur fünf NRSROs gibt,

von denen nur drei weltweit tätig sind. Da eine der Hauptanforderungen der SEC an eine Agentur, welche sich um eine Zertifizierung als NRSRO bewirbt, die nationale Anerkennung darstellt, ist ein Eindringen in den Markt mit großem Aufwand verbunden. Um die Ratings der eigenen Agentur bekannt zu machen, müssen viele Unternehmen geratet werden und diese Ratings wiederum eine breite Anwendung erfahren. Jedoch lassen sich Unternehmen in der Regel nur von einer bereits anerkannten Agentur raten, was dazu führt, dass eine Agentur, welche in den Markt eindringen will, viele *unsolicited Ratings* durchführen muss. Dabei tritt jedoch neben den hohen Kosten ein weiteres Problem auf. Die *unsolicited Ratings*, welche nur auf öffentlich verfügbaren Informationen basieren, haben in der Regel ein schlechteres Rating zur Folge als ein *solicited Rating*, welches auf Wunsch des Unternehmens erstellt wurde. Dieser Effekt wurde unter anderem in den Arbeiten von Byon/Shin (2002), Van Roy (2005) und Poon/Firth (2005) nachgewiesen und untersucht. Erklären lässt sich diese Beobachtung wohl am ehesten durch die Tatsache, dass durch den Mangel an nicht-öffentlichen Informationen die Agenturen eher zu einem vorsichtigeren Rating tendieren, da ein zu optimistisches Rating bei dem Ausfall des Unternehmens einen größeren Schaden für die Reputation des Unternehmens bedeuten würde als *vice versa*. Wiederum ist es auch möglich, dass Ratingagenturen ihre Kunden optimistischer raten, um einen Anreiz für die Unternehmen zu schaffen, Kunde zu werden. Ob der Effekt auch darauf zurückgeführt werden kann, dass Unternehmen, welche von ihren Kennzahlen ein positives Ratings erwarten, eher dazu bereit sind ein Ratings in Auftrag zu geben, ist nicht eindeutig geklärt, da sich hier Van Roy (2005) und Poon/Firth (2005) teilweise widersprechen. Wie groß der Einfluss von vertraulichen Informationen auf externe Ratings ist, lässt sich auch anhand dieses Vergleichs von *unsolicited* und *solicited Ratings* bestimmen. So lässt sich schließen, dass der Einfluss von nicht-öffentlichen Informationen ein wichtiger Bestandteil des Ratings einer Ratingagentur ist. Daraus folgt, dass Ratingagenturen bei der Erstellung eines *solicited Ratings* neue Informationen, wenn auch nicht explizit, an den Markt bringen. Dies sollte eigentlich bei der Veröffentlichung eines *unsolicited Ratings* nicht der Fall sein, da in dieses nur öffentlich verfügbare Informationen einfließen. Jedoch haben Behr/Güttler (2006) gezeigt, dass der Markt auch auf die Veröffentlichung von *unsolicited Ratings* reagiert, obwohl die in einem solchen Rating enthaltene Information bereits öffentlich verfügbar ist und somit eingepreist sein sollte. Daraus folgen die Autoren, dass die Märkte nicht effizient sind und Ratingagenturen somit, selbst durch die Aggregation von öffentlichen Information in Form ihres Ratings, zu einer Steigerung der Informationseffizienz auf den Märkten beitragen.

Bereits eine oberflächliche Analyse des gegenwärtigen Zustands lässt also die Suboptimalität erkennen. In den bisherigen Abschnitten ist deutlich geworden, dass externe Ratings bezüglich ihres Informationsgehaltes und der Genauigkeit mit der diese Informationen publiziert werden, den internen Ratings von Banken unterlegen sind. Dies wird deutlich in der ungenauen Zeitabgrenzung, der ungenauen Relativbewertung in Form von Klassen und dem ungenügend klar definierten Prozess, welcher zur Erstellung des Ratings führt. Daher liegt es nahe sich zu überlegen, ob Banken ebenfalls mit ihrem Rating in den Markt eintreten sollten, da dies zu einer Verschärfung der Konkurrenz und einer Steigerung der Informationseffizienz führen könnte.

*Sollten daher Banken ihre internen Ratings veröffentlichen bzw. zu externen Ratings machen, um die Informationseffizienz noch weiter zu erhöhen?*

*Sicher nicht!*

Es ist zum einen juristisch fraglich, welche Informationen die Bank über ihre Kunden veröffentlichen darf, da der Kunde vertraglich die vertrauliche Behandlung seiner Daten zugesichert bekommt<sup>10</sup>. Diese Vertraulichkeit ist ein wichtiger Bestandteil der Beziehung zwischen der Bank und ihren Kunden. Eine genaue Regelung des Datenschutzes ist in dem § 5 des Bundesdatenschutzgesetz (BDSG) zu finden. Da jedoch in das interne Rating einer Bank alle ihr zur Verfügung stehenden Informationen einfließen, käme es hier höchstwahrscheinlich zu Konflikten, welche zu gerichtlichen Auseinandersetzungen oder, im Zeitalter von immer enger miteinander verflochtenen Kapitalmärkten, zu einer Flucht der Anleger zu einer anderen Bank oder ins Ausland führen könnten, was einen massiven Kundenverlust für die betroffene Bank bedeuten würde. Es ist somit von vornherein auszuschließen, dass die Bank ihr internes Rating, so wie sie es intern erstellt, publiziert. Würde die Bank dagegen ein externes Rating veröffentlichen, welches um die problematischen Informationen (Kontoführung etc.) bereinigt ist, so würde sich dieses, besonders in klassierter Form, kaum noch von dem Rating einer Agentur unterscheiden. Es ist sogar anzunehmen, dass diese Ratings denen von Ratingagenturen deutlich unterlegen wären, da die Erstellung von Ratings die Kernkompetenz

---

<sup>10</sup>Als Beispiel sei hier die Postbank genannt, welche ihren Kunden unter dem Punkt Datenschutz/Grundsätzliches versichert: „Die Geschäfte zwischen Ihnen und der Postbank sind Vertrauenssache. Das entgegengebrachte Vertrauen hat für uns einen hohen Stellenwert und somit die Bedeutung und Verpflichtung, mit Ihren Daten sorgsam umzugehen und diese vor Missbrauch zu schützen.“(Quelle: [www.postbank.de](http://www.postbank.de))

der Agenturen ist und bei den Banken primär Mittel ist um ein adäquates Pricing vornehmen zu können. Gesamtwirtschaftlich würde sich der Aufwand, welcher für die Banken bei der Erstellung eines modifizierten Ratings nur für die Veröffentlichung entstehen würde, daher keinesfalls rechnen. Auch würde die Informationsflut, welche über den Markt hereinbräche, wohl eher zu einer zunehmenden Ineffizienz führen, da sich die Ratings der einzelnen Banken, wie von Carey (2001) gezeigt, stark unterscheiden können. Somit würde der Markt beobachten, welche Institute die zuverlässigsten Ratings veröffentlichen und die restlichen zunehmend ignorieren. Dies führt dann zu einer Marktsituation, wie sie heute schon bei den externen Ratingagenturen existiert.

Somit steht fest, dass die Veröffentlichung von internen Ratings der Banken nicht Bestandteil des optimalen Informationssystems für die Finanzwirtschaft sein wird. Dass ihre Umstrukturierung auch nicht der Inhalt einer Reform der Marktstruktur per se ist, leuchtet ein. Für Banken, die ein System des internen Ratings betreiben, sind die erstellten Analysen sowohl ihr Produkt als auch Inputfaktor für ihre betrieblichen Prozesse. Von der Genauigkeit und Verwendbarkeit interner Ratings hängt direkt die Profitabilität der Bank ab. Werden die Kreditrisiken überschätzt, so werden sich die Kreditnehmer andere Geldquellen suchen, die ihnen Liquidität zu faireren Preisen zur Verfügung stellen. Werden die Kreditrisiken unterschätzt, so verringern die erlittenen Verluste durch Kreditausfälle den von der Bank erzielten Profit. Die Bank wird also stets darum bemüht sein, ihr Ratings so präzise wie möglich zu erstellen. Gleiches gilt für die Art der Outputgrößen des Ratingprozesses, die hinsichtlich ihrer Exaktheit und ihrer Zahl den Bedürfnissen der Bank angepasst sein werden. Somit ist klar, dass die Anreize zur Verbesserung interner Ratings bereits vorhanden sind, und kein von den Banken unabhängiger Akteur zur Förderung von Optimalität benötigt wird.

Ist jedoch das heute existierende Informationssystem aus externen Ratings optimal? Deren Veränderung verbleibt nun als einzige wesentliche Stellgröße zur Verbesserung des geltenden Systems, der der Rest dieser Ausarbeitung gewidmet sein soll. Der Nutzen des Gesamtsystems hängt in entscheidendem Maße von der Qualität dieser Ratings ab, welche im Folgenden beleuchtet untersucht wird.

### 3.2 5P<sup>2</sup> - Fünf Probleme und Potentiale von externen Ratings

Die Association for Financial Professionals stellt in ihrer Credit Rating Agency Survey (2004) eine große Unzufriedenheit mit den Dienstleistungen von Ratingagenturen fest. So finden 34% der gerateten Unternehmen, dass ihr Rating nicht die Realität wiedergibt, wie in Abbildung 1 zu erkennen ist, und 41% der Befragten glauben nicht, dass Änderungen ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit zeitnah abgebildet werden. Dies liegt

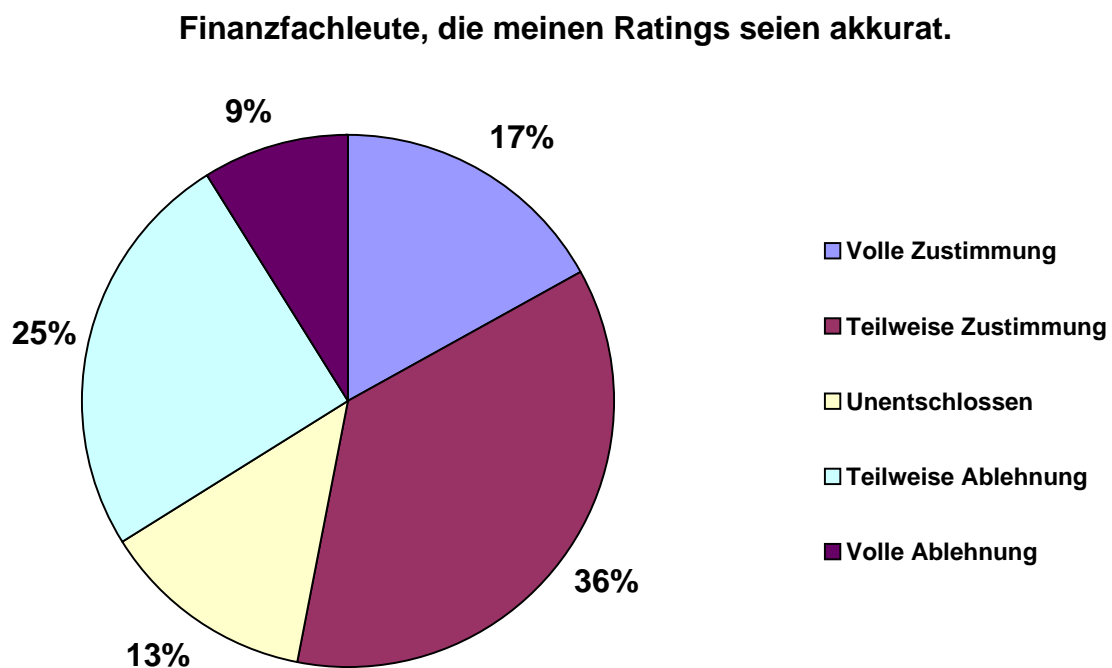


Abbildung 1: Umfrage unter Finanzfachleuten (Quelle: Association for Financial Professionals, 2004).

nicht darin begründet, dass Unternehmen, welche ein niedriges Rating erhalten haben, damit unzufrieden sind, denn selbst von kürzlich heraufgestuften Unternehmen behaupten 36%, dass ihr Rating inakkurat sei. Doch nicht nur die Praktiker sind unzufrieden mit der Arbeit von Ratingagenturen. Auch die Politik beschäftigt sich zunehmend mit Ratingagenturen, nachdem in der Vergangenheit Unternehmen wie beispielsweise die Enron Corporation ausfallen konnten, welche noch vier Tage vor dem Ausfall von den Agenturen als relativ sicher eingestuft wurden, wie in einem Artikel der Zeitschrift Startegic Finance nachzulesen ist. Im Rahmen des Sarbane-Oxley Akt wurde daher auch eine Untersuchung der Arbeit der Rating Agenturen beschlossen. Diese wurde

von der SEC vorgenommen<sup>11</sup>. Auch internationale Organisationen, wie beispielsweise die IOSCO (International Organization of Securities and Commissions), haben die Aktivitäten von Ratingagenturen untersucht<sup>12</sup>. Diese Untersuchungen, gepaart mit dem großen Einfluss von Ratingagenturen auf Kapitalstrukturen und Finanzierungskosten, welcher beispielsweise von Kisgen(2006) untersucht oder bei der Herabstufung von Kanada im Jahre 1995<sup>13</sup> deutlich wurde, lässt stark vermuten, dass das heute von Ratingagenturen verwendete System keineswegs als optimal anzusehen ist. Zugespitzt formulierte dies der mehrfache Pulitzer-Preis Gewinner Thomas L. Friedman, der 1996 in einem Interview verlauten lies:

„There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful.“

Dass wir trotz dieser Kritik jedoch auch nicht auf sie verzichten können, da sie eine wichtige Dienstleistung bereitstellen, die allen Beteiligten zu Gute kommt, wird in der Arbeit von Banier/Tyrell(2006), welche anhand einer spieltheoretischen Modellierung zeigen, dass Ratingagenturen durchaus einen Prozess anstoßen, der zu einer höheren Markteffizienz führt. Die von uns identifizierten fünf zentralen Probleme und Potentiale<sup>14</sup> ( $5P^2$ ) der Ratingagenturen werden daher im folgenden dargestellt. Ansätze für die Nutzung dieser Potentiale werden im Kapitel 4 erarbeitet.

Die  $5P^2$  der externen Ratingagenturen sind:

- Unabhängigkeit,
- Haftung,
- Feedback-Loop,
- Transparenz und

---

<sup>11</sup>Vergleiche: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets.

<sup>12</sup>Vergleiche: Report on the Activities of Credit Rating Agencies.

<sup>13</sup>Vergleiche: Credit Raters Exert International Influence.

<sup>14</sup>Da jedes dieser Probleme als lösbar angesehen wird, stellt jedes auch ein (Verbesserung-)Potential der Ratingagenturen dar.

- Marktstruktur.

### **Unabhängigkeit und Interessenskonflikte**

Da Ratingagenturen private Unternehmen sind, deren Eigentümer an einer Gewinnmaximierung interessiert sind, stellt sich die Frage nach der Unabhängigkeit von Ratingagenturen. Deutlich wurde dies schon bei dem Vergleich von solicited und unsolicited Ratings. Da unsolicited Ratings in der Regel niedriger ausfallen, liegt es nahe zu vermuten, dass Ratingagenturen damit Unternehmen bewegen wollen, sich ein solicited und damit gebührenpflichtiges Rating erstellen zu lassen. Diese Theorie stützten Byoun/Shin (2002). Direkte Interessenskonflikte in denen der Eigentümer einer der Agenturen ein Unternehmen ist, welches von der Agentur geratet wird, sind durch die Eigentümerstruktur ebenfalls nicht vollständig auszuschließen, da beispielsweise Fitch Ratings zu der in Paris ansässigen Gruppe FIMALAC gehört, welche Töchterfirmen hat, die in mehreren verschiedenen Industrien, wie Finanzdienstleistungen, Werkzeugherstellung und Möbeldesign tätig sind. Als Gegenargument zu diesen Vorwürfen weisen die Agenturen darauf hin, dass sie unabhängig bleiben müssen, da sie ansonsten das Vertrauen der Investoren und damit die Grundlage ihrer Arbeit verlieren. Demnach wäre die Ratingindustrie also selbstregulierend. Sobald eine Agentur keine objektiven Ratings vergibt und dies bemerkt wird, werden sich keine Unternehmen mehr finden, die sich von der Agentur ein Rating erstellen lassen, da dieses am Markt wertlos geworden ist. Jedoch gibt es Untersuchungen wie die von Galil (2003), in denen festgestellt wird, dass diese Selbstkontrolle in der Praxis nicht vorhanden zu sein scheint. Daher fordert die IOSCO in ihrer Stellungnahme zu den Aktivitäten von Ratingagenturen<sup>15</sup> auch:

„CRA (Credit Rating Agencies) ratings decisions should be independent and free from political or economic pressures and from conflicts of interest arising due to the CRA’s ownership structure, business or financial activities, or the financial interests of the CRA’s employees. CRAs should, as far as possible, avoid activities, procedures or relationships that may compromise or appear to compromise the independence and objectivity of the credit rating operations.“

### **Haftung von Ratingagenturen**

Das Ratingagenturen nicht für Fehler haften, jedoch durch ihren NRSRO Status eine

<sup>15</sup>Vergleiche: IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies.



große Macht am Markt ausüben, ist ein Paradoxon, welches oft angeprangert wird<sup>16</sup>. Gründe für die geringe Angreifbarkeit der Agenturen gibt es mehrere: Ihre nicht genau spezifizierten Ratingaussagen, ihre Orientierung an Mitbewerbern und ihr zeitlicher Horizont. Durch die nicht genau mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit verknüpfte Ratingaussage, ist es schwer, einer Ratingagentur Fehler bei der Erstellung eines Ratings nachzuweisen. Auch die ungenaue Definition des Zeithorizonts, welcher den erstellten Ratings zugrunde liegt, erschwert dies. Durch die Möglichkeit, sich bei der Erstellung eines Ratings an seinen Mitbewerbern zu orientieren<sup>17</sup>, können Agenturen die Behauptung verteidigen, dass es nicht möglich war bestimmte Entwicklungen vorherzusehen, da auch keine der anderen großen Agenturen dazu in der Lage war. Demgegenüber steht der NRSRO Status, welcher die Agenturen mit zahlreichen Vorteilen ausstattet, ohne dass diese dafür in die Verantwortung genommen werden. In der jüngeren Vergangenheit gab es zwar erste Bestrebungen, die Agenturen mehr in die Verantwortung zu nehmen<sup>18</sup>, jedoch wurden noch keine konkreten Maßnahmen eingeleitet, welche dafür sorgen, dass Ratingagenturen mehr Verantwortung übernehmen müssen. Daher müssten zum einen die Missstände beseitigt werden, welche es den Agenturen ermöglichen, sich immer wieder der Verantwortung zu entziehen, und zum anderen müssten klare rechtliche Rahmenbedingungen formuliert werden, um im Falle eines nachgewiesenen Versagens der Agenturen diese dafür haftbar zu machen.

### **Zeitliche Dimension und der Feedback-Loop**

Als Feedback-Loop wird der Effekt bezeichnet, dass ein Unternehmen in Zahlungsverzug gerät, weil eine zuvor angekündigte Herabstufung des Ratings die Finanzierungskosten drastisch erhöht hat. In diesem Fall ist die Ratingänderung nicht die Folge einer erhöhten Ausfallwahrscheinlichkeit, sondern deren Ursache. Es würde sich also um eine selbsterfüllende Prophezeiung handeln. Da solche Effekte nicht im Sinne der Finanzwirtschaft und der Ratingagenturen sind, wird versucht diesen durch einen äußerst langfristigen Zeithorizont der Ratings entgegenzuwirken. Auch die Anpassung des Ratings erfolgt daher nur nach dem Überschreiten bestimmter Toleranzwerte, wie Posch (2006) und Löffler (2005) zeigen. In den Arbeiten von Hite/Warga (1997) und Altmann/Rijken (2002) wird gezeigt, dass aufgrund der Verzögerung Ratingänderungen

---

<sup>16</sup>Vergleiche Rousseau (2005), Partnoy (2001).

<sup>17</sup>Das sogenannte Herdenverhalten der Ratingagenturen.

<sup>18</sup>Es wurde im Rahmen von Sarbanes-Oxley beschlossen, die Agenturen und ihre Arbeitsweise näher zu untersuchen.

vom Markt antizipiert werden bzw. vorhersagbar sind. Durch diese Maßnahmen soll die Volatilität der Ratings reduziert und somit mehr Stabilität im Finanzsystem geschaffen werden, jedoch ist ein solches zeitverzögertes und um kurzfristige Schwankungen bereinigtes Rating nicht im Interesse aller Investoren. Mit dieser Fragestellung hat sich Löffler (2004) befasst und kommt zu dem Schluss, dass der through-the-cycle Ansatz der Ratingagenturen vor allem den Bond-Investoren zugute kommt. Bei einem Vergleich von Ratings mit auf Marktdaten basierenden und somit zeitnahen Risikomaßen, kommt er zu dem Schluss, dass keines überlegen ist und der Nutzen für den Investor stark von seinem Zeithorizont und Risikoappetit abhängt. In Löffler (2002) wird die Frage aufgeworfen, ob ein kontinuierliches Risikomaß für die Ausfallwahrscheinlichkeit nicht sinnvoll wäre.

### **Transparenz, Nachvollziehbarkeit und Aussage der Ratingprozesse**

Transparenz und Nachvollziehbarkeit des Ratingprozesses sollten möglichst hoch sein, um eine breite Akzeptanz der Ratings sicherzustellen. Dies wird versucht, indem die Agenturen ihre Prozesse dokumentieren und anschließend veröffentlichen. Jedoch schweigen sich die Agenturen über eine genaue Quantifizierung der einzelnen Kriterien aus, was besonders im Rahmen der Beurteilung von soften Kriterien für Undurchsichtigkeit sorgt. Auch die Form in der Ratings veröffentlicht werden, vermindert die Transparenz. So wird von Agenturen niemals eine absolute Ausfallwahrscheinlichkeit angegeben, sondern immer nur Relativbewertungen, wie in Tabelle 3 dargestellt. Dadurch sichern sich die Agenturen zwar juristisch gegen Klagen von Investoren ab, die sich auf falsche Ratings verlassen haben, jedoch entsteht so die Problematik, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten aus historischen Datensätzen geschätzt werden müssen. Diese Datensätze erlauben jedoch gerade bei den sehr hohen Ratings, welche als nahezu sicher gelten, nur eine ungenügende Bestimmung von Wahrscheinlichkeiten, da nicht genug Ereignisse vorliegen, um eine zuverlässige Aussage treffen zu können. Erschwert wird dies noch durch die Tatsache, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten einer einzelnen Ratingklassen nicht über die Zeit konstant bleiben, wie Cantor/Packer (1995) zeigen. Auch scheint sich die Ratingpolitik der Agenturen im Laufe der Jahre verändert zu haben, was Du (2003) feststellte. Seiner Arbeit nach wurde die Ratingpolitik bis zum Jahre 1997 immer stringenter, brach dann jedoch ab, was beispielsweise durch die unvorhergesehenen Pleite von Enron bestätigt werden könnte. Jedoch handelt es sich nicht nur um einen Trend in jüngerer Zeit, wenn es darum geht ob Ratingagenturen in der Lage sind, die Kreditwürdigkeit einer Firma akkurat abzubilden. So hatten die Agenturen beispiels-

weise im Jahr 1929 ebenfalls große Probleme zuverlässige Ausfallwahrscheinlichkeiten zu bestimmen. Ebenso fand der Ausfall von Enron im äußerst turbulenten Börsenjahr 2001 statt, was darauf schließen lässt, dass Ratingagenturen gerade in Zeiten, welche Stresstest darstellen mit ihrem Ansatz versagen. Das Sammeln und Verwenden von Informationen ist zentraler Bestandteil bei der Erstellung eines Ratings. Daher ist genau darauf zu achten, welche Informationen in ein Rating eingehen. Dass alle öffentlich verfügbaren Informationen eingehen, ist als selbstverständlich anzusehen, jedoch zeigt Galil(2003), dass nicht einmal diese Informationen vollständig enthalten sind. Darüber hinaus ist auch klar, dass wenn einer Ratingagentur interne, vertrauliche Informationen zur Verfügung gestellt werden, das Management immer noch bestimmen kann, welche der internen Informationen herausgegeben werden. Auch ist selbst für den idealen Fall, dass ein Management sämtliche Informationen bereitwillig herausgibt nicht geklärt, ob damit eine akkurate Abbildung des Kreditrisikos der Firma möglich ist, da es durchaus sein kann, dass dem Management nicht alle entscheidenden Informationen bekannt sind. Damit nun von Seiten der Unternehmen möglichst viele Informationen an die Agenturen gegeben werden, muss bei vertraulichen Informationen eine strenge Geheimhaltung der Daten gewährleistet sein. Nur so ist zu erreichen, dass alle dem Management bekannten und für die Erstellung des Ratings relevanten Informationen an die Ratingagentur übergeben werden. Die IOSCO formuliert dazu folgenden Leitsatz<sup>19</sup>:

„CRAs should maintain in confidence all non-public information communicated to them by any issuer, or its agents, under the terms of a confidentiality agreement or otherwise under a mutual understanding that the information is shared confidentially.“

Insgesamt ist der folgende Leitsatz zur Transparenz von Ratings der IOSCO daher gut nachzuvollziehen:

„CRAs should make disclosure and transparency an objective in their ratings activities.“

### **Marktstruktur**

Herdenverhalten ist bei Ratingagenturen leider häufig zu beobachten und resultiert aus den bisher besprochenen  $P^2$ . Die Marktstruktur ist mit nur drei wirklich großen Ratingagenturen denkbar ungünstig, da es sich somit um ein Oligopol handelt, welches durch die Aufsichtsbehörden (insbesondere der SEC und des von ihr vergebenen

---

<sup>19</sup>Vergleiche: IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies.

NRSRO-Status) stark geschützt wird. So zeigen White(2001) und Lee(2006), dass dadurch keineswegs ein optimaler Zustand erreicht wird. Lee(2006) schlägt vor den Konkurrenzdruck zu erhöhen und dadurch die Qualität der Ratings zu verbessern, wogegen White(2001) weniger Vorschriften, dafür jedoch stärkere Eingriffe seitens der Regulatoren vorschlägt, um die Qualität zu erhöhen. Der Grund jedoch, warum die Ratingagenturen überhaupt Interesse daran haben mit ihrem Rating möglichst nicht von dem der anderen Agenturen abzuweichen ist, dass ein Fehler bei der Erstellung des Ratings weniger negative Auswirkungen hat, wenn er von allen Agenturen gemacht wurde, als wenn die Agentur als einzige eine falsche Bewertung veröffentlicht hat. Dies lässt sich wieder an dem Beispiel von Enron illustrieren, wo keine der Ratingagenturen rechtzeitig eine Korrektur ihres Ratings veröffentlicht hat, obwohl sie aufgrund ihrer breiten Einsicht in das Unternehmen eigentlich dazu in der Lage gewesen sein müssten. Hier ist auch die Struktur des Ratingprozesses entscheidend, da es keinen allgemeingültigen und nachvollziehbaren Zusammenhang zwischen einzelnen Kriterien und dem Rating gibt. Wäre dies der Fall, könnten die Ratingagenturen sich nicht an Ratings anderer Agenturen orientieren, da eine solche Manipulation sofort ersichtlich wäre. Im Falle der Festlegung des Ratings durch eine Mehrheitsentscheidung eines Komitees ist dies jedoch nicht nachzuweisen und kann somit durchaus praktiziert werden. Das Herdenverhalten stärkt auch die Macht der Ratingagenturen, da ein Rating mehr Bedeutung für den Markt hat, wenn es von drei Agenturen bestätigt wird, als wenn es nur von einer Agentur veröffentlicht wird. Daher ist eine hohe Qualität und Unabhängigkeit der Ratings Voraussetzung für eine Reduzierung des Herdenverhaltens. Letztendlich kommt die IOSCO<sup>20</sup> zu dem Schluss:

„CRAs should endeavor to issue opinions that help reduce the asymmetry of information among borrowers, lenders and other market participants.“

Trotz aller Kritik sind Ratingagenturen jedoch ein wichtiger Bestandteil unseres heutigen Finanzsystems und ihre gerechte Beurteilung ist extrem schwierig, da, wie Hamerle/Rauhmeier/Rösch (2003) zeigen, die Ergebnisse einer Untersuchung stark von der Zeit und der Auswahl der Ratings abhängt. Sie kommen jedoch wie Boot/Milbourn (2002) zu der Erkenntnis, dass Ratingagenturen eine wichtige Rolle spielen. Laut Hamerle/Rauhmeier/Rösch (2003) ist der Wert eines Ratingsystems, welches alle Wahrscheinlichkeiten korrekt vorhersagt, an Nutzen für die Finanzwirtschaft nicht zu übertreffen und Boot/Milbourn (2002) bezeichnen Ratings als wichtigen Koordinationsmecha-

---

<sup>20</sup>Vergleiche: IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies.

nismus. Mit diesem Wissen und den  $5P^2$  lassen sich nun also Überlegungen anstellen, wie die Ratings und deren Entstehungsprozess in Agenturen verändert werden müssen, um ein optimales System für die Finanzwirtschaft zu entwickeln.

## 4 Zertifizierung des Ratingprozesses: BASEL 9000i

### 4.1 Ratings als Regulierungsmaß

In den USA haben Ratings eine lange Tradition als Regulierungsmaß in Richtlinien und Vorschriften. Erstmals wurde 1931, wie Rosenbaum (2004) schreibt, durch das Office of the Comptroller of the Currency (OOC) und die Federal Reserve vorgeschrieben, dass Banken Anleihen, die schlechter als BBB geratet sind, teilweise abschreiben müssen. Dieser Vorschrift liegen ähnliche Gedanken zu Grunde, wie neuen Eigenkapitalvorschriften im Rahmen von Basel II. In diesen werden erstmals auch in Europa Ratings als direktes Maß zur Regulierung von einer Aufsicht aufgenommen. Es gibt bereits Fonds, die nur in Investment Grade investieren. Allerdings eher aus Marketing-technischen Gründen und nicht aufgrund einer bindenden aufsichtsrechtlichen Vorschrift. Es ist zu erwarten, dass dadurch Ratings auch auf dem europäischen Finanzmarkt einen größeren Einfluss und eine zunehmende Bedeutung erlangen werden. Da Ratings zu Regulierungszwecken eingesetzt werden, liegt es nahe über eine Regulierung der Ratings selber nach zu denken. In regelmäßigen Abständen wird auch in Deutschland darüber diskutiert. Im Oktober 2003 wurde die Bundesregierung konkret zur Regulierung von Ratingagenturen befragt<sup>21</sup>. Dabei werden die Probleme von mangelnder Transparenz, Objektivität und zu geringem Wettbewerb auf dem Ratingmarkt erkannt, aber noch kein Handlungsbedarf abgeleitet. Ein Eingreifen wird vor allem abgelehnt, da die Diskussion, im speziellen in den USA, und die Stellungnahmen der betroffenen Verbände noch nicht abgeschlossen sei und womöglich zusätzliche Markteintrittsbarrieren und Kosten dadurch entstehen könnten. Der von uns vorgeschlagene Verbesserungsansatz, das BASEL 9000i Zertifikat, soll die erkannten Probleme angehen und zusätzlich für mehr Wettbewerb auf dem Ratingmarkt sorgen.

Bisher sind Ratings in Deutschland nicht in der Regulierung eingesetzt worden, wie in Esterella (2000) beschrieben. Der neue Bankenakkord von Basel II schreibt nun bei Anwendung des Standardansatzes zur Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung ex-

---

<sup>21</sup>Vergleiche: Bundestag, Drucksache 15/1860.

plizit den Einsatz von externen Ratings vor. Es wird hierbei vorgeschrieben, wie ein Rating beschaffen sein muss<sup>22</sup>. Jedoch genügen diese Anforderungen noch nicht, um eine nachhaltige Veränderung auf dem Ratingmarkt herbeizuführen. Besonders, dass die tatsächliche Anerkennung als Ratingagentur von jeder nationalen Aufsicht getroffen werden kann und auch nur eine teilweise Anerkennung der Ratings für bestimmte Gebiete und Forderungen möglich ist, widerspricht einer klaren und einheitlichen Anforderung an Ratingagenturen. Probleme, wie eine schnellere Reaktion auf neue Informationen, Haftung und eine bessere Anpassung an die Bedürfnisse der Adressaten, werden dort nicht behandelt.

Im Folgenden sind zwei Szenarien beschrieben, wie sich die Entwicklung auf dem europäischen Finanzmarkt unserer Meinung nach gestalten wird. Das erste Szenario beschreibt die Situation, wenn keinerlei Veränderungen auf dem Ratingmarkt von Seiten der Finanzaufsicht ergriffen werden. Das zweite Szenario zeigt auf, wie sich die Situation durch eine gezielte Maßnahme, die von uns vorgeschlagene BASEL 9000i Zertifizierung, verändern und unserer Ansicht nach verbessern kann.

*Szenario 1: Einführung von Basel II für Banken ohne den Ratingmarkt zu verändern*

Die Richtlinien im Rahmen von Basel II fordern von den Banken für die Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung von Krediten entweder ein internes Ratingsystem, welches von der Finanzaufsicht validiert werden muss, die so genannten IRB-Ansätze oder ein auf externen Ratings basierte Eigenkapitalunterlegung, der so genannte Standard-Ansatz. Vor allem kleinere Banken werden den Standard-Ansatz implementieren, anstatt ein teures internes Ratingsystem zu betreiben. Dadurch wird die Nachfrage nach Ratings in Europa steigen. Jedoch wird diese Nachfrage vor allem von den etablierten Ratingagenturen, Moody's, Standard & Poors und Fitch Ratings, gedeckt werden. Dadurch würde sich das Oligopol dieser drei Ratingagenturen auch in Europa etablieren und einen noch größeren Einfluss auf die Finanzwelt bekommen. Außerdem würden die im vorherigen Kapitel aufgezeigten  $5P^2$  damit unverändert bestehen bleiben.

*Szenario 2: Einführung von Basel II für Banken und der BASEL 9000i Zertifizierung*

---

<sup>22</sup>Vergleiche: Interantionale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderungen, Abschnitt B, Seite 22.

In Kapitel 3.2 wurden bereits die Probleme von externen Ratings allgemein aufgezeigt und unter dem Titel  $5P^2$  zusammen gefasst. Das erste Szenario zeigte auf, wie sich der Finanzmarkt im Allgemeinen und der Ratingmarkt im Speziellen in Europa entwickeln könnten, wenn keinerlei Veränderungen vorgenommen werden. Im folgenden Abschnitt zeigen wir, wie anhand einer konkreten durchführbaren Maßnahme, welche für Anreizmechanismen sorgt, eine positive Veränderung herbeigeführt werden kann.

## 4.2 Das BASEL 9000i Zertifikat

Die Zertifizierung von Ratings im Rahmen einer Erweiterung von Basel II soll Kredit-Ratingagenturen Anreize verschaffen, ihre momentane Ratingpolitik zu ändern. Dabei wird, neben der Überprüfung allgemeinen Anforderungen an die Ratingagentur, der jeweilige Ratingprozess durch die Aufsicht validiert. Somit soll ein neuer Qualitätsstandard gewährleistet werden, welcher analog in der Industrie schon in Form der ISO 9000-Zertifizierung existiert. In Anlehnung daran und mit Betonung der Anreize (i für incentives), welche geschaffen werden sollen, wählen wir als Bezeichnung für dieses Zertifikats BASEL 9000i. Die Validierung der Ratingprozesse von Ratingagenturen soll somit vergleichbar mit der im Basel II Abkommen geforderten Validierung der internen Ratingprozesse der Banken ablaufen. Durch diese Validierung erhalten Ratingagenturen ein Zertifikat, mit dem ihre Ratings für den Basel II Standard Ansatz relevant werden. Es ist ebenfalls denkbar, dass eine Bank diese zertifizierten Ratings für den IRB-Ansatz nutzt, nachdem dies von der Aufsicht genehmigt wurde. Dadurch erschließt sich nicht nur ein neuere Markt für die Ratingagenturen, sondern es wird auch die Kontrolle der Ratingagenturen durch die Banken verstärkt, da diese als Kunden hohe Ansprüche an die Agenturen stellen werden, wenn sie deren Outputgrößen direkt für ihre Risikokontrolle und ihr Pricing verwenden. Die Ratingagenturen werden zusätzlich dazu angehalten ihre Ratingentscheidungen zu dokumentieren. Diese Dokumentation darf von der Aufsicht jederzeit eingesehen werden. Damit soll sichergestellt werden, dass zum einen Ratingagenturen Ratings nur auf Grundlage der validierten Ratingprozesse Ratings vergeben, zum anderen, dass Ratingagenturen Informationen, sobald sie ihnen vorliegen, in ihre Ratings integrieren. Kritisch sind hierbei vor allem die weichen Faktoren wie Einschätzungen von neuen Strategien oder Produkten. Diese müssten in Form eines Zahlenwertes, welcher die Einschätzung der Agentur widerspiegelt, einfließen und werden zusammen mit den harten Faktoren in dem Ratingprozess zu einem Wert aggregiert. Somit ist sichergestellt, dass diese Faktoren einen eindeutig

nachvollziehbaren Einfluss haben.

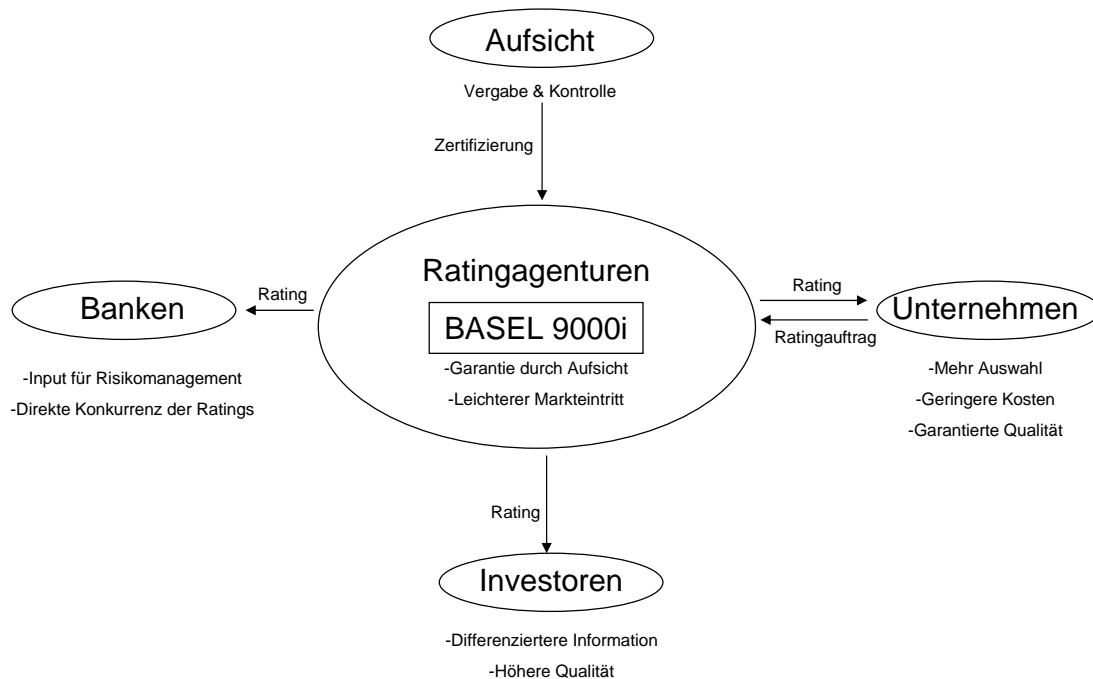


Abbildung 2: Basel 9000i im Marktumfeld

Um der grundsätzlichen Systematik der Riskobeurteilung nach Basel II zu entsprechen, sollen Ratings von Agenturen zukünftig die Bonität des Schuldner gesondert in einer Kennzahl analog zur PD in Basel II wiedergeben und den erwarteten Verlust bei Ausfall eines Kreditgeschäfts in einer zweiten Kennzahlen analog zum LGD in Basel II messen. Um den Anforderungen der verschiedenen Investoren Rechnung zu tragen, sollten Ratingagenturen ihre Ratings zeitlich differenzieren und wenn möglich Ratings für verschiedene Zeithorizonte herausgeben. Da Portfolioeffekte auch auf dem Kreditmarkt eine immer stärkere Rolle spielen, müssen Rating zukünftig auch Risikofaktoren identifizieren, um es ihren Kunden zu ermöglichen Portfolioeffekte zu quantifizieren. Es ist letztendlich auch durchaus denkbar, dass eine Ratingagentur ihr System an eine Bank verkauft und diese es als eine „Black-Box“ für ihre Inputdaten verwendet (ähnliche Systeme von Ratingagenturen gibt es auch heute schon). Dies wird jedoch nur der Fall sein, wenn die Bank von dem System absolut überzeugt ist. Innerhalb dieses Konzeptes ist die Zertifizierung von unsolicited Ratings nicht möglich, da der Ratingagentur die vertraulichen Informationen der Unternehmung fehlen. Zu den allgemeinen Anforderungen die Ratingagenturen erfüllen müssen, um ihre Unabhängigkeit sicher zustellen, gehört zum einen eine Begrenzung des maximalen Anteils eines Kunden am



Tabelle 1: Basel 9000i

<b>BASEL 9000i</b>
<u>Validierung des Ratingprozesses</u>  durch Finanzaufsicht analog zur Validierung von bankinternen Ratingsystemen im Rahmen von Basel II und der ISO 9000 Zertifizierung in der Industrie
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ratingtupel Zeitlich differenzierte PD &amp; LGD, sowie Korrelationsfaktoren zur Berechnung von Portfolioeffekten</li> <li>• Dokumentationspflicht</li> <li>• Offenlegung der Eigentümerstruktur</li> <li>• Relative Begrenzung des Umsatzes mit individuellem Kunden (analog zu Wirtschaftsprüfern)</li> </ul>
<p>→ Direkte Verwendung zur Berechnung der Eigenkapitalunterlegung nach IRB-Ansatz in Basel II (Hybridansatz).</p> <p>→ BASEL 9000i ist, im Gegensatz zu dem SEC-Titel NRSRO, an die Kompetenz der Ratingagentur und nicht an deren Reputation geknüpft.</p> <p>→ Qualitätsstandard wird geschaffen.</p>

Umsatz der Ratingagentur, zum anderen die Offenlegung der Eigentümerstruktur der Ratingagentur und das Verbot Ratings für Unternehmen innerhalb der Konzerngruppe oder des gleichen Eigentümers zu erstellen. Eine Übersicht über die zentralen Merkmale des Basel 9000i Zertifikats sind in der Tabelle 1 dargestellt und in Abbildung 2 ist die Einbindung des Zertifikats im Markt skizziert. Die Regeln zur Beschränkung von Investments müssten aufgrund der gestiegenen Anzahl und damit verbundener leicht gestiegenen Heterogenität unter Umständen angepasst werden. Denkbar ist hier beispielsweise eine Regelung, welche den Median aller Ratings als kritisch erachtet.

### 4.3 Die Auswirkung auf die $5P^2$

Ausgehend von den in Kapitel 3.2 herausgearbeiteten  $5P^2$ , werden wir uns nun den Auswirkungen des Basel 9000i Zertifikats auf eben diese zuwenden. Das vorgeschlagene Basel 9000i Zertifikat stellt eine Verbesserung dieser Probleme dar. Im Folgenden wird die Veränderung der  $5P^2$  bei Einführung einer solchen Zertifizierung beschrieben und die neue Situation der Akteure auf dem Finanzmarkt dargestellt. Eine grobe Übersicht darüber ist in Tabelle 2 dargestellt.

Tabelle 2: Übersicht der  $5P^2$  und deren Änderung bei Einführung eines Basel II Zertifikats.

Transparenz und Nachvollziehbarkeit	Werden verbessert, da die Anforderungen an den Ratingprozess klar definiert und dokumentiert sind und der Prozess gegenüber der Finanzaufsicht offen gelegt werden muss.
Zeitliche Dimension und Feedback-Loop	Ratings reagieren schneller, da „harte“ Inputs unmittelbar verarbeitet werden können. Volatilität der Ratings steigt jedoch dadurch.
Haftung von Ratingagenturen	Wird eingeführt führt bei Abweichen vom validierten Prozess.
Interessenskonflikt	Wird geringer, da Ratingentscheidung transparenter und Haftung für das Anpassen eingeführt wird.
Marktstruktur	Geringere Markteintrittsbarrieren.

### **Unabhängigkeit**

Der Interessenskonflikt wird in mehreren Dimensionen verändert. Zum einen müssen Ratingagenturen die Eigentümerstruktur offen legen und dürfen keine Ratings für Unternehmen des eigenen (Mehrheits-) Eigentümers erstellen. Zum anderen haben die Ratingagenturen einen geringeren Spielraum, um Ratings zu manipulieren oder anzupassen. Sie sind an den validierten Prozess gebunden, von dem sie nicht wie bisher aus strategischen Gründen abweichen können. Außerdem kann die Finanzaufsicht eine Prüfung beantragen und nachträglich anhand der Dokumentation feststellen, ob Abweichungen vorliegen.

### **Haftung**

Bisher haften Ratingagenturen nicht für die Konsequenzen von problematischen oder verspäteten Ratingentscheidungen. Der schon zitierte Fall von Enron machte die Diskrepanz zwischen dem großen Einfluss von Ratingagenturen auf der einen Seite, und der geringen Möglichkeiten, Ratingagenturen zur Verantwortung zu ziehen auf der anderen Seite deutlich. Durch die Einführung des Basel 9000i Zertifikats wird nicht nur der Ratingprozess einer Agentur validiert, sondern die Agentur wird damit auch verpflichtet, sich strikt an diesen zu halten und nicht davon abzuweichen. Kombiniert mit der Dokumentationspflicht wird damit ex post bei einer Überprüfung durch die Finanzaufsicht feststellbar, ob die Ratingagentur gemäß den Richtlinien gehandelt hat. Bei einer Abweichung ist die Ratingagentur für den Schaden haftbar. Dies ist auch im Interesse der Agenturen, da sie somit für haltlose und unbegründete Anschuldigungen unangreifbar werden. Die Verwertung von vertraulichen Informationen, vor allem Insiderhandel, ist natürlich für Ratingagenturen und deren Angestellte genauso illegal, wie für alle anderen Akteure auf dem Finanzmarkt.

### **Feedback-Loop**

Die Reaktionsfähigkeit der Ratingagenturen wird deutlich steigen, wenn ein Rating durch einen validierten und klar beschriebenen Prozess erstellt wird. Sobald sich eine der harten Inputgrößen des Systems ändert, kann ein Rating angepasst werden. Somit kann zumindest zu jedem Quartalsbericht einer Unternehmung das Rating dieser angepasst werden. Im Falle von weichen Kriterien ist eine solche Anpassung natürlich schwieriger, jedoch ist gerade beim Bekanntwerden von wichtigen Informationen, wie beispielsweise Strategieänderungen oder der Ankündigung von neuen Produkten, über-

prüfbar, wie und innerhalb welcher Zeit sich diese auf ein Rating auswirken. Somit sollte es zumindest keinen unbegründeten Feedback-Loop mehr geben. Auch ist durch die größere Konkurrenz der Einfluss einer oder weniger Agenturen deutlich geringer, was zu einer zusätzlichen Abschwächung des Effekts führen sollte. Es wird sicherlich eine Erhöhung der Volatilität der Ratings eintreten, was zum einen an der möglichen direkten Auswirkung jeder Information auf das Rating liegt und auch an der erhöhten Genauigkeit, welche aus der feineren Klassierung resultiert. Jedoch ist sicherlich nicht im Interesse der Akteure in der Finanzwirtschaft, wenn Informationen erst mit großer Verzögerung verarbeitet werden. Auch die Aufsicht sollte die erhöhte Volatilität nicht negativ sehen, da nun eine Veränderung eines Ratings keineswegs mehr einen solchen dramatischen Einfluss wie bisher auf den Markt haben sollte. Stattdessen werden neue Informationen kontinuierlicher an den Markt gelangen und somit sollte es weniger Über- oder Untertreibungen geben.

### **Transparenz**

Die Anforderungen an ein internes Ratingsystem einer Bank sind in den Richtlinien im Rahmen von Basel II definiert und umfassen u.a. eine Validierung des Systems anhand von Datenhistorien, Stresstests und Sensitivitätsanalysen durch die Finanzaufsicht<sup>23</sup>. Somit sind die Anforderungen an den Ratingprozess bekannt und der Ratingprozess muss gegenüber der Finanzaufsicht offen gelegt werden. Das Zertifikat ist daher ein Signal der Ratingagentur an den Markt, dass Transparenz gegenüber der Finanzaufsicht und Nachvollziehbarkeit des Ratingprozesses gegeben ist. Auch eine Untersuchung im Falle einer Klage eines Kunden, aufgrund von Fahrlässigkeit oder vorsätzlicher Täuschung, ist somit besser nachzuvollziehen, was sowohl im Interesse der Ratingagentur (für sie ist die Zertifizierung ein Schutzmantel, solange nicht dagegen verstoßen wurde) als auch im Sinne eines eventuellen Klägers (sollte tatsächlich eine Verfehlung der Agentur vorliegen, so lässt sich diese nun nachweisen) ist.

### **Marktstruktur**

Die Probleme des Oligopols und die Protektion dessen durch den NRSRO-Status sind ausführlich in Kapitel 2 beschrieben und werden nun aufgelöst. Die Einführung des Basel 9000i Zertifikats unterscheidet sich im Besonderen von dem NRSRO-Status, in dem es an die Kompetenz der Ratingagentur geknüpft wird und nicht an deren Aner-

---

<sup>23</sup>Vergleiche: Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1999).

kennung. Damit werden die Markteintrittsbarrieren gesenkt. Eine neue Agentur kann unmittelbar mit Markteintritt eine Basel-Zertifizierung erhalten. Dadurch sind einzelne Agenturen leichter angreifbar, was dazu führt, dass sie um einen bestmöglichen Service für ihre Kunden bemüht sind. Gerade dieser größere Anreiz einen möglichst guten Service zu bieten, sollte viele weitere Probleme, welche hier nicht explizit adressiert sind, mit beseitigen.

#### 4.4 Auswirkungen für die einzelnen Marktteilnehmer

Im Folgenden sollen die Auswirkungen und Konsequenzen der Einführung eines Basel II Zertifikats für alle direkt beteiligten Marktteilnehmer erörtert werden. Dadurch wird gezeigt, dass der Großteil der Teilnehmer von dem neuen System profitiert (auch wenn es vereinzelt zu Nachteilen oder höheren Anforderungen kommen kann), was letztendlich zu einer Annäherung der gesamten Finanzwirtschaft an einen optimalen Zustand führt. Die untersuchten Teilnehmer im einzelnen sind:

- Banken als Intermediäre
- Investoren als Kapitalgeber
- Unternehmen als Emittenten
- Finanzaufsicht
- Ratingagenturen.

##### **Banken**

Unmittelbar profitieren von einem effizienten Ratingmarkt, und im Speziellen von Basel II-konformen und für den Standardansatz geeigneten Ratings, würden zunächst die Banken. Obwohl die großen Banken vermutlich weiterhin den fortgeschrittenen Ansatz für die Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung wählen und daher ihr eigenes internes Rating verwenden werden, profitieren diese trotzdem von dem größeren Angebot an öffentlicher Information und der Möglichkeit, ihre internen Abschätzungen mit denen der Ratingagenturen zu vergleichen. Ein weiterer Vorteil dürfte vor allem den kleineren Banken zugute kommen, da diese eher den Standardansatz wählen werden und somit direkt von den darauf zugeschnittenen Ratings profitieren. Würden diese Banken ein eigenes internes Ratingsystem pflegen, so wäre dies für sie um ein Vielfaches teurer. Im Falle der Verwendung des Standardansatzes würden gerade kleinere Banken in Europa

Probleme haben, Ratings für alle ihre Debitoren zu finden, da die großen anerkannten Agenturen hier nur für die größten Unternehmen Ratings vergeben haben. Es müsste also eine Eigenkapitalunterlegung mit einem Gewicht von 100% vorgenommen werden. Daher wäre der Hybridansatz, dass externe Ratings für den internen Ansatz verwendet werden, gerade für diese Banken sehr interessant. Im Allgemeinen ist eine größere Verbreitung von Ratings und eine größere Anzahl von gerateten Unternehmen generell von Vorteil für die Banken, da somit eine erste schnelle Einschätzung auf einen potentiell größeren Kundenkreis möglich ist.

### **Investoren**

Da auch Investoren nun ein differenzierteres Rating zur Verfügung steht, ist dieses für sie wertvoller. Sie können sich nun beispielsweise an dem Rating orientieren, welches am ehesten ihrem zeitlichen Anlagehorizont entspricht. Auch die Differenzierung zwischen PD und LGD verhilft den Investoren zu einer differenzierteren Bewertung und einem besseren Risikomanagement. Besonders aktive Investoren, wie beispielsweise Fonds, könnten somit ähnlich wie Banken in der Lage sein, mit Hilfe der Kennzahlen der Agenturen eine gezielte Risikosteuerung ihres Portfolios vorzunehmen. Durch die größere Konkurrenz sollten zudem mehr Unternehmen ein Rating erhalten, wovon ebenfalls die Investoren profitieren, da sie nun die Möglichkeit haben sich über potentielle Investitionen besser zu informieren. Generell ist zu bemerken, dass durch die nun entstehende Konkurrenz zwischen internen Ratings der Banken und externen Ratings von Agenturen, welche aus der direkten Vergleichbarkeit resultiert, eine Qualitätssteigerung zu erwarten ist, von der die Investoren profitieren werden.

### **Unternehmen**

Die größere Anzahl von Ratingagenturen, bedingt durch die geringeren Markteintrittsbarrieren, ist für Unternehmen von Vorteil, da der größere Wettbewerb zu kostengünstigeren Ratings führen wird und damit einen einfacheren Zugang zu einem Rating ermöglicht. Jedoch kann sich auf lange Sicht auch eine Art „Ratingpflicht“ am Markt etablieren, welche ein Rating notwendig macht, um überhaupt an Fremdkapital zur Finanzierung zu gelangen. Das ist jedoch auch heute schon der Fall, nur geschieht dies in der Regel durch die Bank, welche ein internes Rating erstellt und dementsprechend die Konditionen festlegt. Die Kosten für die Erstellung des Ratings werden auch hier, wenn auch indirekt in Form der Konditionen, von dem Unternehmen (und letzt-

endlich dessen Eigentümern) getragen. Es besteht sicherlich auch die Möglichkeit nach einer Ratingagentur zu suchen, welche ein möglichst gutes Rating vergibt. Allerdings dürfte hier die Zertifizierung zusätzlich dafür sorgen, dass eine zu große Verzerrung nicht möglich ist. Bisher sorgte dafür nur der Glaube, dass die Agenturen ihr Integrität als höchstes Gut sahen und dieses auf jeden Fall bewahren wollten. Auch Unternehmen profitieren, wie Investoren von der zu erwartenden Qualitätssteigerung der Ratings durch die direkte Konkurrenz mit internen Ratings der Banken.

### **Finanzaufsicht**

Die Finanzaufsicht hat das oberste Ziel für einen stabilen Finanzmarkt zu sorgen. Die Eigenkapitalunterlegungen im speziellen sollen den Folgeausfall von Banken aufgrund des Ausfalls von Krediten verhindern. Insofern führt die Einführung von zertifizierten Ratings zu einer gewissen Risikokonzentration, da sich mehrere Banken an demselben Rating orientieren, welches sich unter Umständen als fehlerhaft herausstellt. Jedoch liegt im Status quo mit nur sehr wenigen dominierenden Ratingagenturen dieser Effekt bei weitem stärker vor. Im Rahmen des bisherigen Standardansatzes war die Kontrolle der Aufsicht über die Ratings, welche die Eigenkapitalunterlegung bestimmt haben deutlich geringer. Hier sollte durch die Zertifizierung und den verstärkten Wettbewerb eine höhere Qualität der Ratings zu einer größeren Sicherheit und Stabilität bei den Banken führen. Da die Ratingagenturen nun ebenfalls überwacht werden müssten, entsteht sicherlich ein Mehraufwand. Dieser sollte sich jedoch in Grenzen halten, da die Prozesse bereits existent sind und es mittelfristig sicherlich nicht zu einer dramatisch großen Anzahl an neuen Ratingagenturen kommen wird. Auch ist die Aufsicht kein privatwirtschaftliches Unternehmen, welches an Gewinnmaximierung interessiert ist, sondern ein vom Staat geschaffene Institution, welche die Stabilität im Finanzsystem wahren soll. Unter diesem Gesichtspunkt verliert daher der größere Aufwand weiter an Bedeutung.

### **Ratingagenturen**

Die Einführung eines Basel 9000i Zertifikats liegt sicher nicht im direkten Interesse der etablierten Ratingagenturen, da dadurch ihre bisher am Markt herrschende Vormachtstellung gebrochen wird. Langfristig besteht jedoch die Möglichkeit für die Agenturen ihren Marktführerschaft zurück zu erlangen. Jedoch nicht durch die einmalige Verleihung eines bestimmten Status, sondern durch die zuverlässige Erstellung von exakten

Ratings. Dies sollte für die etablierten Ratingagenturen auch kein Problem darstellen, da sie schon jetzt durch die SEC „zertifiziert“ sind und somit als die zuverlässigsten Agenturen am Markt angesehen werden. Auch ist die Zertifizierung für die Ratingagenturen eine Möglichkeit, sich von nicht-zertifizierten Agenturen abzuheben. Im Falle von Klagen einzelner Kunden gegen die Agenturen aufgrund von vermuteter Fahrlässigkeit oder vorsätzlicher Täuschung, sind zertifizierte Ratingagenturen in der Lage sich mit Hilfe der zertifizierenden Aufsicht effektiv gegen die Vorwürfe zu wehren, da die Entstehung des strittigen Ratings genau rekonstruiert werden kann. Hierbei können also alle Einschätzungen, welche zu dem Rating geführt haben, genau untersucht und beurteilt werden. Für kleinere Ratingagenturen sind die Vorteile immens, da diese sich nun auf Augenhöhe mit den bereits seit Jahren im Markt etablierten Agenturen positionieren können, ohne vorher jahrelang um Anerkennung von Seiten des Marktes kämpfen zu müssen. Allgemein lässt sich abschließend erwähnen, dass eine seriöse und zuverlässige Ratingagentur ein genauso großes Interesse an einem möglichst exakten und qualitativ hochwertigem Rating haben sollte, wie alle ihre Kunden.

Insgesamt lässt sich also feststellen, dass die  $5P^2$  teilweise beseitigt werden und auch die einzelnen Akteure größtenteils von dem neuen System profitieren.

## 4.5 Auswirkungen auf die Gesamtökonomie

Bei der bisherigen Darstellung der Effekte, die mit der Einführung der Zertifizierung verbunden sind, wurde vor allem auf die zu erwartenden positiven Entwicklungen für die einzelnen Akteure Wert gelegt. Selbstverständlich lässt sich diese Argumentation auch auf der Ebene der gesamten Volkswirtschaft führen. Ratings haben die Funktion, durch ihre Einschätzung der Risikobehaftetheit von Investitionsmöglichkeiten die Informationsasymmetrie abzubauen, die zwischen dem Emittenten eines Bonds und den potentiellen Investoren besteht. Indem dies geschieht, verbessert sich die Kapitalallokation innerhalb der gesamten Volkswirtschaft, da es den Investoren möglich ist, ihre Investitionsentscheidungen gemäß der eigenen Risikoneigung zu treffen. Erwartungen über Risiken und tatsächliche Risiken nähern sich einander an, womit eine gesteigerte Transparenz des Kapitalmarktes erreicht wird. Auf diese Weise helfen Effizienzsteigerungen innerhalb des Ratingmarktes, die Effizienz des gesamten Wirtschaftssystems und damit die Wohlfahrt der einzelnen Mitglieder zu steigern.



Die erste Form der Effizienzsteigerung, die sich auf der makroökonomischen Ebene auswirken wird, betrifft die Genauigkeit der Ratings. Einerseits wird über die Zertifizierung direkt die Präzision von Ratings gewissen Mindestanforderungen unterworfen. Zum anderen schafft die Zertifizierung, mit der Möglichkeit, Privatbanken als Kunden zu gewinnen und dadurch das eigene Renommee zu steigern, einen stets vorhandenen Anreiz zur Verbesserung der eigenen Analyseleistung. Des Weiteren führt die Ausweitung des Kreises derjenigen Agenturen, deren Ratings im Rahmen von PG-Regeln Verwendung finden können, zu einer steigenden Zahl von Agenturen, womit ein weiteres wettbewerbssteigerndes Moment in dem Markt eingeführt wird. Dies ist umso mehr der Fall, das sich mittels Zertifikaten auch für regional oder nach Branchen spezialisierte Agenturen profitable Geschäftsfelder eröffnen.

Neben der Genauigkeit von Ratingurteilen ist ein weiteres Kriterium bei der Beurteilung der Effizienz eines Systemes der Aufwand, der zur Erarbeitung der Ratings betrieben wird. Hier ist ein kritischer Faktor die Anzahl der Ratingunternehmen, da durch sie das Ausmaß der Arbeitsduplikation beim Ratingvorgang bestimmt wird. Idealerweise existierte nur eine Ratingagentur, die stets das richtige Rating vergibt. Realistisch ist jedoch nur die Existenz mehrerer Agenturen, die aufgrund des Konkurrenzdruckes bemüht sind, ihre Urteile zu optimieren<sup>24</sup>. Es liegt also eindeutig ein Trade-Off vor, der zwischen den Kosten der Fehlbeurteilung und den Kosten der Doppelarbeit zur Abwägung zwingt. Die Lösung dieses Problems verlangt die Bestimmung der optimalen Anzahl von Agenturen unter Berücksichtigung dieser beiden Kosten. Bei der hier vorgestellten Herangehensweise wird keine explizite Lösung dieses Problems propagiert. Es erscheint nicht sinnvoll, von Seiten des Staates zentral die Anzahl der Agenturen zu bestimmen. Vielmehr erfolgt mittels des von uns vorgestellten Modells eine Ermittlung der Anzahl der Ratingagenturen durch den Markt, da die Profitabilität und damit die Möglichkeit zur Existenz der Agenturen von der Qualität der eigenen Arbeit abhängt.

Im Hinblick auf die aktuell geltende Marktstruktur ist eine der Hauptsorgen vieler europäischer Unternehmen, dass aufgrund der regionalen Verwurzelung der Ratingagenturen im angelsächsischen Raum eine grössere Affinität der Ratingagenturen gegenüber Unternehmen besteht, die sich in Unternehmensstruktur und -kultur den englisch-amerikanischen Vorgehensweisen angepasst haben. Durch die von uns vorgeschlagene

---

<sup>24</sup>Dies bedeutet in erster Linie, dass die Agenturen ihre Urteile stärker entsprechend den Bedürfnissen des Marktes formulieren.

Neuordnung würde im Wettbewerb der Agenturen ein stärkerer Schwerpunkt auf ihre Kernkompetenzen gelegt werden. Durch steigende Konkurrenz und grösseren Verbesserungsdruck wäre es für eine Agentur zunehmend schwerer, einen eventuell vorhandenen Bias aufrechtzuerhalten.

Ein weiterer positiver Aspekt, der mit der Ausweitung des Wettbewerbs unter den Agenturen verbunden wäre, betrifft die Anzahl der gerateten Unternehmen. Momentan ist die Wahl zwischen den verschiedenen Finanzierungsformen für viele, vor allem kleinere Unternehmen, dadurch eingeengt, das sie über kein Rating einer Agentur verfügen. Dadurch verbleibt für sie als einzige mögliche Finanzierungsform die Kreditaufnahme über eine Hausbank. Im von uns favorisierten System würde die größere Zahl an Ratingagenturen und das Vorhandensein einer Qualitätsgarantie in Form des Zertifikats die Vergabe von verlässlichen Ratings für einen wachsenden Kreis von Unternehmen ermöglichen. Dadurch stünden die Hausbanken der Unternehmen, als bisherige Finanzierungsquellen, im Wettbewerb mit dem Kapitalmarkt, wodurch sich die durchschnittlichen Finanzierungskosten für die betroffenen Unternehmen verringern würden. Dies ist ein umso bedeutenderer Aspekt, als vor allem kleinere Unternehmen durch die geringe Breite ihres Produktspektrums meist unter sehr hohen Finanzierungskosten leiden. Außerdem zeigt sich die Wichtigkeit dieses Effekts daran, das in allen europäischen Volkswirtschaften kleinere und mittlere Unternehmen die weitaus grösste Zahl der Arbeitsplätze stellen.

Schließlich sind aufgrund der vorgeschlagenen Änderungen auch positive Auswirkungen auf den Bankensektor zu erwarten. Steigt die Qualität der externen Ratings auf das Niveau der Internen an, so erlaubt dies einzelnen Bankinstituten, Kreditvergaben aufgrund der externen Analysen zu fällen. Damit erübrigt sich die Schaffung eines eigenen internen Ratingsystems. Dies wäre vor allem für kleinere Kreditinstitute von Vorteil, da es ihnen die direkte Konkurrenz mit größeren Banken erlaubt, die sich die Konstruktion eines ausgeklügelten Systems leisten können. Auf diese Weise würde der Wettbewerb zwischen Banken zunehmen, was wiederum zu einer effizienteren und kostengünstigeren Kapitalallokation führen würde.

## 5 Markteinführung

Die gleichzeitige Einführung des Basel-Zertifikats auf globaler Ebene ist sicherlich äußerst schwierig. Dies wird schon an der Einführung von Basel II deutlich, welche sich ebenfalls über mehrere Jahre hinzieht und immer noch nicht akzeptiert und eingeführt wird. Daher ist es womöglich sinnvoller auf beispielsweise europäischer Ebene mit der Einführung zu beginnen. Der europäische Markt ist dafür gut geeignet, da es hier in den nächsten Jahren sicherlich zu einer verstärkten Nachfrage nach Ratings kommen wird. Der Grund hierfür ist, dass der europäische Kapitalmarkt sich in den letzten Jahren immer stärker dem amerikanischen Markt angepasst hat. Dies bringt mit sich, dass die klassische Beziehung eines Unternehmen mit seiner Hausbank zunehmend durch die direkte Beziehung zum Kapitalmarkt ersetzt wird. Um jedoch Fremdkapital am Kapitalmarkt aufnehmen zu können, wird von den Investoren oftmals ein externes Rating verlangt, um die Kreditwürdigkeit der Firma einschätzen und das, mit einem Kredit verbundene, Risiko abschätzen zu können. Darüber hinaus werden wir in Europa in den kommenden Jahren ein starkes Wachstum der Fonds für die Altersvorsorge erleben. Dies liegt hauptsächlich im demographischen Wandel begründet, welcher sich hier vollzieht und seine Ursachen vor allem in einer zunehmenden Überalterung der Gesellschaft hat. Dadurch ist es nicht länger möglich, Altersvorsorgesysteme aufrecht zu erhalten, welche auf einem Generationenvertrag basieren. Bestes Beispiel hierfür ist Deutschland, wo schon seit mehreren Jahren eine große Diskussion geführt wird, wie mit diesen Veränderungen umgegangen und der Wandel vollzogen werden soll. Die einzige Lösung scheint die schrittweise Umstellung auf ein Altersvorsorgesystem, welches auf einem Kapitaldeckungsverfahren basiert. Hier werden Beiträge nicht dazu verwendet, die Renten ehemaliger Beitragszahler zu decken, sondern sie fließen in Fonds und werden später im Rentenalter wieder mit der erwirtschafteten Rendite an den Beitragszahler zurückgezahlt. Dieses System existiert so schon in den USA seit geraumer Zeit in Form der sogenannten 401(k)s. Fonds, welche für solche Rentensparpläne zugelassen sind, unterliegen jedoch Beschränkungen hinsichtlich der Wertpapiere, in die sie investieren dürfen. Diese beruhen hauptsächlich auf Ratings von NRSROs. Diese Beschränkungen zusammen mit dem starken Wachstum der Fonds werden daher eine starke Nachfrage nach Ratings im europäischen Raum erzeugen. Um den Erfolg der Zertifizierung sicherzustellen, sollte verlangt werden, dass ein Rating, welches für die Beschränkung der Fonds für die Altersvorsorge gültig ist, von einer Basel-zertifizierten Agentur stammen muss, jedoch ist dieser recht starke Eingriff wahrscheinlich nicht

einmal nötig, da sich das System aufgrund seiner vielen Vorteile von alleine verbreiten sollte. Es sollte daher genügen, wenn die Europäische Union die Zertifizierung für alle in Europa tätigen Agenturen anbietet. Möglicherweise werden sich global agierende Agenturen, welche den größten Teil ihres Umsatzes im amerikanischen Raum erwirtschaften, anfangs nicht für das Zertifikat interessieren. Jedoch ist gerade dies eine Möglichkeit, für kleinere europäische Ratingagenturen sich von ihren großen Konkurrenten abzuheben. Dadurch verschaffen sie sich einen Wettbewerbsvorteil, welcher dazu führen wird, dass sie den großen Agenturen Marktanteile abnehmen und diese sich dadurch gezwungen fühlen, sich ebenfalls zertifizieren zu lassen. Auch könnten Kunden der Agenturen in anderen Teilen der Erde ebenfalls nach einer Zertifizierung verlangen, wenn sie von dem Nutzen, welcher für sie daraus entsteht erfahren. Andernfalls bestünde für europäische Ratingagenturen, welche zertifiziert sind, die Möglichkeit, ihre Geschäftsbereiche in andere Länder auszuweiten und ihre zertifizierten Ratings dort ebenfalls anzubieten. Sollte dann in anderen Ländern der Wunsch nach einem gleichwertigen Zertifikat aufkommen, so ist es sicherlich von großer Wichtigkeit, dass sich die dortige Aufsicht und die bereits zertifizierende Aufsicht auf gemeinsame Standards einigen, damit es zu einer einheitlichen Regelung kommt. Ansonsten besteht die Gefahr, dass mehrere verschiedene Zertifikate am Markt existieren, was dazu führt, dass internationale Agenturen sich mehrmals zertifizieren lassen müssen und ein einzelnes Zertifikat an Bedeutung verliert. Es ist also durchaus möglich, in einem nationalen oder europäischen Rahmen mit der Zertifizierung zu beginnen, und die Marktnachfrage sollte für eine automatische Verbreitung sorgen. Durch die Stärkung der zertifizierten Ratingagenturen besteht somit letztendlich die Chance, die dominante Vormachtstellung der amerikanischen Agenturen zu brechen und sich am Markt zu etablieren. Dies wäre sicherlich im Interesse des gesamten europäischen Wirtschaftsraumes und der Politik, da durch die daraus resultierende stärkere Verbreitung von Ratings im europäischen Raum, dieser für Investoren aus aller Welt noch attraktiver erscheinen wird.

## 6 Fazit

Ausgehend von einer grundlegenden Diskussion interner und externer Ratings haben wir uns einer kritischen Bestandsaufnahme des gegenwärtigen Systems gewidmet. Es wurden die Anforderungen der diversen Akteure des Finanzmarktes mit der tatsächlichen Leistung interner und externer Ratings verglichen, unter gleichzeitiger Berücksichtigung makroökonomischer Aspekte. Als Resultat dieser Analyse ergab sich, dass

vor allem externe Ratings in der Form, wie sie aktuell am Markt existieren, für unzulänglich gehalten werden. Wesentliche Kritikpunkte betreffen vor allem die Qualität dieser Ratings. Dies gilt für beide Dimensionen von Qualität, sowohl die Genauigkeit der Analyseergebnisse als auch die Angemessenheit der Outputgrößen zur Entscheidungsunterstützung bei Investitionsentscheidungen. Als grundlegende Ursache dieses Misstandes wurde von uns die schwache Wettbewerbsintensität innerhalb des Marktes für externe Ratings identifiziert. Momentan existieren auf dem Markt für externe Ratings lediglich fünf Akteure, da die Schaffung eines Sonderstatus seitens des Regulators zur Schaffung einer künstlichen Markteintrittsbarriere geführt hat.

Betrachtet man das Zusammenspiel aus internen und externen Ratings als Informationssystem, so gibt es in der Tat viele Stellgrößen und Ansatzpunkte, um das gültige System in ein besseres zu überführen. Allerdings haben wir gezeigt, dass auf Seiten der externen Ratings die größten Verbesserungspotenziale liegen, weswegen wir uns im weiteren Verlauf unserer Ausarbeitung auf diesen Bereich konzentriert haben.

Kernstück unserer Forderungen ist die Einführung von Basel 9000i, einer von externen Ratingagenturen fakultativ zu erwerbenden Qualifikation. Im Rahmen des Zertifizierungsprozesses wird mittels Backtesting sichergestellt, dass die Vorhersagegenauigkeit des betreffenden Systems sich in einem bestimmten Toleranzrahmen befindet. Damit orientieren sich die Anforderungen dieses Zertifikats an den Kriterien, die für die Zertifizierung interner Ratingsysteme gemäß Basel II relevant sind. Dementsprechend leitet sich die Bedeutung der Basel 9000i Zertifizierung daraus ab, dass Ratings zertifizierter Agenturen von Banken zur Bemessung der Eigenkapitalunterlegung gemäß Basel II verwendet werden können.

Mit der Einführung von Basel 9000i formulieren wir einen realistischen Ansatz zur Lösung des Grundproblems der gegenwärtigen Situation, nämlich der mangelnden Wettbewerbsintensität auf dem Markt für externe Ratings. Hierbei werden zwei Wirkungsmechanismen zu einer Besserung führen. Zum einen bietet die Zertifizierung eine Qualitätsgarantie für die zertifizierten Ratings, so dass eine erhebliche Ausweitung des Kreises der Marktteilnehmer bei gleichzeitiger Wahrung des Ratingniveaus gewährleistet ist. Durch die Abschaffung des NRSRO-Sonderstatus, der bisher als Markteintrittsbarriere fungiert, ermöglicht sich für neue Agenturen der Markteintritt. Allein durch die steigende Zahl von Agenturen wird der Konkurrenzdruck innerhalb dieses Mark-

tes steigen. Der zweite Wirkungsmechanismus ist indirekter Natur: Dadurch, dass es Agenturen nun möglich ist, auch Banken als Abnehmer ihrer Ratings zu gewinnen, sind sie in der Lage, Qualitätssignale an den Markt zu senden. Die korrekte Einschätzung des Schuldnerisikos ist für eine Bank von so zentraler Bedeutung, dass die Übernahme der Einschätzung einer Agentur eine Bestätigung der hohen Genauigkeit dieses Ratings impliziert. Das steigende Prestige einer solchen Agentur wird sich in wachsendem Marktanteil und größerer Profitabilität niederschlagen. Dadurch ist unabhängig von der Zahl der Agenturen am Markt ein weiterer Mechanismus geschaffen, der das Bestreben nach höherer Ratingqualität seitens der Agenturen sicherstellt.

Die größten Nutznießer der von uns propagierten Änderungen sind die Investoren, welche sich bei ihren Entscheidungen an externen Ratings orientieren. Durch die steigende Genauigkeit von Ratings ist es den Anbietern von Kapital besser möglich, ihre Investitionsentscheidungen gemäß den eigenen Risikopräferenzen durchzuführen. Ebenso können Banken die Analysen externer Agenturen zur Überprüfung der eigenen intern erstellten Analysen in dem Maße verwenden, in dem sich die Qualität externer Ratings der Qualität der internen annähert. Zunehmender Wettbewerb auf dem Ratingmarkt mittels Basel 9000i setzt sich jedoch auch auf dem Bankenmarkt fort. Steigende Qualität externer Ratings und die Möglichkeit ihrer Verwendung zur Eigenkapitalbemessung bedeutet, dass auch kleinere Banken ohne eigenes Ratingsystem mit größeren Instituten konkurrieren, indem sie die Einschätzung externer Agenturen übernehmen. Besonders im Markt für Großkredite ist so mit einem steigenden Wettbewerb zu rechnen, da nun auch kleinere Banken den Platzhirschen Konkurrenz machen. Die Vielzahl von Ratingagenturen und gewachsener Wettbewerbsdruck werden zudem die Zahl der gerateten Unternehmen erhöhen. Vor allem kleinere Betriebe verfügen derzeit über kein eigenes Rating, wodurch ihnen die Finanzierung über den Kapitalmarkt versagt bleibt. Durch die Verleihung eines Ratings böte sich ihnen zum ersten Mal die Wahl zwischen dem traditionellen Weg über die Hausbank und der Emission eines Bonds.

Die beschriebenen Effekte haben jedoch nicht nur auf der Ebene der individuellen Akteure Vorteile, vielmehr übersetzen sich diese Entwicklungen auch auf der makroökonomischen Ebene in Effizienzgewinne. Genauere Ratings führen zu einer besseren Kapitalallokation, was sich in einem höheren gesamtwirtschaftlichen Wachstum niederschlägt. Ähnlich wirkt steigende Konkurrenz auf dem Bankenmarkt, die ten-

denziell zu niedrigeren Finanzierungskosten für Unternehmen führen wird. Die nun gegebene Möglichkeit für kleinere Unternehmen, sich direkt über den Kapitalmarkt zu finanzieren wird sich ebenso in niedrigeren Finanzierungskosten für die entsprechenden Unternehmen niederschlagen. Dies ist volkswirtschaftlich umso mehr von Bedeutung, als kleinere Unternehmen den überwiegenden Anteil der Arbeitsplätze der europäischen Ökonomien stellen.

Resümierend lässt sich feststellen, dass eine Vielzahl von positiven Effekten von der Einführung von Basel 9000i zu erwarten ist. Ein wahrhaft „optimales Informationssystem aus internen & externen Ratings für die Finanzwirtschaft“ wird sich zwar nie realisieren lassen, wohl aber erhebliche Verbesserungen des gegenwärtigen Systems. Durch die Konzentration auf den Teilaspekt, der gemeinhin als der problematischste angesehen wird, ist es uns möglich, profunde Veränderungen auf mikroökonomischer und makroökonomischer Ebene zu bewirken, die zu wirklichen Verbesserungen des Status Quo führen würden. Hierbei ist die propagierte Änderung keine vom Regulator dekretierte, zentral festgelegte und gesteuerte Maßnahme, sondern beruht auf Anreizen, der zentralen Triebkraft jeder marktwirtschaftlich organisierten Ökonomie. Zudem bedarf die Reform zur erfolgreichen Implementierung keiner besonderen Randbedingungen sondern ist universell einsetzbar und robust gegenüber Änderungen des Umweltzustandes.

Wir sind davon überzeugt, dass das derzeit geltende System im Interesse der einzelnen Akteure und der Volkswirtschaft geändert werden muss. Mit Basel 9000i liegt ein realistischer und viel versprechender Vorschlag vor. Ihm gehört die Zukunft.

## Literatur

- [1] G. Akerlof. The market for ‚lemons‘: qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 89:488–500, 1970.
- [2] Edward I. Altman and Herbert A. Rijken. Benchmarking the rating agencies: In search for the true credit rating transition matrix. *Working Paper, Leonard N. Stern School of Business, NYU Salomon Center, New York University*, 2002.
- [3] Edward I. Altman and Herbert A. Rijken. How rating agencies achieve rating stability. *Working Paper, Salomon Center for the Study of Financial Institutions, New York*, 2004.
- [4] Christina E. Bannier and Marcel Tyrell. Modelling the role of credit rating agencies - do they spark off a virtuous circle? *No 160, Working Paper Series: Finance and Accounting, Abteilung Finanzen, Goethe Universität Frankfurt am Main*, 2006.
- [5] Stephen Barlas. Corporate credit ratings at issue. *Strategic Finance*, pages 22–25, 2005.
- [6] Patrick Behr and André Güttler. The informational content of unsolicited ratings. *Working Paper, European Business School*, 2006.
- [7] Arnoud W. A. Boot and Todd T. Milbourn. Credit ratings as coordination mechanisms. *William Davidson Working Paper Number 457*, 2002.
- [8] G. Brier. Verification of forecasts expressed in terms of probability. *Monthly Weather Review*, 78:1–3, 1950.
- [9] Deutscher Bundestag. Regulierung von Rating-Agenturen. *Drucksache 15/1860*, 2003.
- [10] Soku Byoun and Yoon Shin. Unsolicited credit ratings: Theory and empirical analysis. *Working Paper, School of Business, University of Southern California*, 2002.
- [11] Richard Cantor and Frank Packer. The credit rating industry. *Journal of Fixed Income*, 5:10–34, 1995.
- [12] Mark Carey. Some evidence on the consistency of banks’ internal credit ratings. *Federal Reserve Board Discussion Paper*, 2001.



- [13] Carmen E. Chapin. Credit raters exert international influence. Washington Post, <http://www.washingtonpost.com/ac2/wp-dyn/A5572-2004Nov22?language=printer>, 2004.
- [14] Dimitrios Dimitrakopoulos and Roland Spahr. *Rating Advisory: Mit Professioneller Beratung zum optimalen Bonitätsurteil*, pages 151–162. A. - K. Achleitner, O. Gabler, Wiesbaden, 2003.
- [15] Yu Du. Predicting credit rating and credit rating changes: A new approach. *Working Paper, Queen's School of Business, Queen's University, Kingston*, 2003.
- [16] Arturo et al. Estrella. Credit ratings and complementary sources of credit quality information. *Bank for International Settlements, Basel, Switzerland*, 2000.
- [17] Association for Financial Professionals. 2004 credit rating agency survey - report of survey results. 2004.
- [18] Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. Entwicklung von modellen zum kreditrisiko: aktuelle verfahren und verwendung. 1999.
- [19] Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. Interantionale konvergenz der eigenkapitalmessung und der eigenkapitalanforderungen. *Bank für internationalen Zahlungsausgleich*, 2004.
- [20] Hergen Frerichs and Mark Wahrenburg. Evaluating internal credit rating systems depending on bank size. *No 115, Working Paper Series: Finance and Accounting, Abteilung Finanzen, Goethe Universität Frankfurt am Main*, 2003.
- [21] Sebastian Fritz, Michael Luxenburger, and Thomas Mieke. *Implementation of an IRB Compliant Rating System*, pages 85–135. Risk Books, Dezember 2003.
- [22] Koreah Galil. The quality of corporate credit rating: An empirical investigation. 2003.
- [23] Alfred Hamerle, Robert Rauhmeier, and Daniel Rösch. Uses and misuses of measures for credit rating accuracy. *Working Paper, Universität Regensburg*, 2003.
- [24] Gale Hite and Arthur Warga. The effect of bond-rating changes on bond price performance. *Financial Analyz Journal*, May/June:33–47, 1997.
- [25] Richard Hunter, Sharon Raj, and Harold Thomas. The rating process. July 2006.

- [26] Darren J. Kisgen. Credit ratings and capital structure. *Journal of Finance*, 61:1035–1071, 2006.
- [27] Jan Pieter Krahnem, Anja Brunner, and Martin Weber. Information production in credit relationships: On the role of internal ratings in commercial banking. *CFS Working Papers*, 2000.
- [28] In Ho Lee. Competition in the credit rating industry. *Working Paper, Seoul National University*, 2006.
- [29] Gunter Löffler. Ratings versus market-based measures of default risk in portfolio governance. *Journal of Banking & Finance*, 28:2715–2746, 2004.
- [30] Gunter Löffler. Avoiding the rating bounce: Why rating agencies are slow to react to new information. *Journal of Behaviour & Organization*, 56:365–381, 2005.
- [31] Alfred Mettler. Formalisierte Bonitätsprüfungsverfahren und Credit Scoring. *Working Paper, Swiss Banking Institut, University of Zurich*, 1994.
- [32] The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. IOSCO statement of principles regarding the activities of credit rating agencies, September 2003.
- [33] The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Report on the activities of credit rating agencies, September 2003.
- [34] Frank Partnoy. The paradox of credit ratings. *Law and Economics Research Paper No. 20, University of San Diego*, 2001.
- [35] Winnie P. H. Poon and Michael Firth. Are unsolicited credit ratings lower? International evidence from bank ratings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (9-10):1741–1771, 2005.
- [36] Peter N. Posch. Time to change. Rating changes and policy implications. *Working Paper, Universität Ulm*, 2006.
- [37] Jens Rosenbaum. Der Einsatz von Rating-Agenturen zur Kapitalmarktregulierung in den USA: Ursachen und Konsequenzen. *REGEM Analysis 8*, 2004.

- [38] Stéphane Rousseau. Enhancing the accountability of credit rating agencies: The case for a disclosure-based approach. *Working Paper, Capital Markets Institute, University of Toronto*, 2005.
- [39] U.S. Securities and Exchange Commission. Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets. *As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003.
- [40] Patrick Van Roy. Is there a difference in treatment between solicited and unsolicited bank ratings and, if so, why? *Working Paper, National Bank of Belgium, Brussels*, 2005.
- [41] Lawrence J. White. The credit rating industry: An industrial organization analysis. *NYU Ctr for Law and Business Research Paper No 01-001*, 2001.

## **A Anhang**



Tabelle 3: Überblick über die unterschiedlichen Ratingklassen der drei größten Ratingagenturen.

Segment	Einschätzung des Bonitätsrisikos	Standard & Pooors	Moody's	FitchRatings
Anlagebereich	Beste Qualität, geringstes Ausfallrisiko. Sehr unwahrscheinlich, dass das Objekt durch vorhersehbare Ereignisse schwer getroffen wird.	AAA	Aaa	AAA
		AA+	Aa1	AA+
		AA	Aa2	AA
	Hohe Qualität, aber etwas höheres Risiko als die Spitzengruppe. Sehr hohe Kapazität, die vereinbarten Zahlungen pünktlich zu leisten.	AA-	Aa3	AA-
		A+	A1	A+
		A	A2	A
	Gute Qualität, viele gute Investmentattribute, aber auch Elemente, die sich bei veränderter Wirtschaftsentwicklung negativ auswirken können.	A-	A3	A-
		BBB+	Baa1	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
Mittlere Qualität, aber mangelnder Schutz gegenüber einer sich verändernden Wirtschaftsentwicklung.	BBB-	Baa3	BBB-	
	BB+	Ba1	BB+	
	BB	Ba2	BB	
Spekulationsbereich	Spekulative Anlage, nur mäßige Deckung der Zins und Tilgungsleistungen.	BB-	Ba3	BB-
		B+	B1	B
		B	B2	
	Sehr spekulativ, geringe Sicherheit der langfristigen Schuldenbedienug.	B-	B3	
		CCC	Caa	CCC
		CC	Ca	CC
	Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz oder in direkter Gefahr des Zahlungsverzuges (S&P) bzw. Zahlungsverzug.	C	C	C
		D	D	DDD (Recovery Rate: 90%-100%)
				DD (Recovery Rate: 50%-90%)
Ausfall			D (Recovery Rate: <50%)	

