

# Die Geister die sie riefen ... oder von der Übermacht der Rating-Agenturen

---

Von Otmar M. Weigele (www.alphaomega-ag.de)

In den Honey-Moon-Zeiten der Finanzmärkte vor 2007 waren die drei mächtigsten in New York ansässigen Rating-Agenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch<sup>1</sup> die „guten Onkels“ und netten Kollegen der Investmentbanker, einer nach US-amerikanischen Vorstellungen ausgerichteten Finanzwelt.

## Was tun Rating-Agenturen eigentlich - wer kontrolliert sie?

Sie stellen Zeugnisse für die Kreditwürdigkeit ihrer Auftraggeber aus. Dies reicht von Staaten die Staatsanleihen begeben bis zu Firmen, die neues Eigenkapital an der Börse suchen. Ohne Begutachtung durch die Rating-Agenturen läuft für die großen Schuldner am Kapitalmarkt nichts mehr. Sie sind in den Fängen dieser Drei. Und das Bonitätsurteil bestimmt den Zins und den Kurs der Wertpapiere. Wer prüft und überwacht die Arbeitsweise der schicksalbestimmenden Rating-Agenturen? Antwort: Niemand. Eine solch unkontrollierbare, faktische Machtfülle ist beispielsweise und lädt zu Missbrauch geradezu ein.

## Amerika first - die schöne heile Welt.

Gedacht und beurteilt wurde nach der Devise: Die USA mit ihrer Reservewährung Dollar sind die unbestrittene Nummer 1 der Finanzwelt. Dieses Axiom ändern weder die sich auftürmenden Schuldenberge der amerikanischen Konsumenten noch die des Staates. Schließlich ist der Dollar ein Schuldschein, den die US-Notenbank beliebig vermehren kann. Die inflationär angelegte Welt braucht den „Greenback“ für ihre ständig steigenden Finanztransaktionen in Öl, Rohstoffen und für ihren weit überzogenen allgemeinen Wohlstand.

Das nützt auch dem US-Verbraucher, der Wallstreet und damit den USA insgesamt. Und das Geschäft floriert weiter. Asiaten und Araber häufen die Dollars in ihren Devisenbeständen an, allein die Chinesen 3.000 Mrd. US\$, die Japaner etwas bescheidener mit 1.000 Mrd. US\$. Besorgte Einzelstimmen, die vor dem grausamen Ende dieser Schuldenorgien warnen, haben in diesem Konzert keine Phonzahl.

In diese schöne Welt hinein platzte die Bombe der wertlos gewordenen US-Subprime-Pfandbriefe. Wenige Wochen und Monate zuvor wurden diese Ramschpapiere noch von den doch recht blauäugigen Prüfern der Rating-Agenturen mit einem Höchstmaß an Bonität ausgestattet. Mit diesem Gütesiegel „Investment Grade“ versehen, war es auch ahnungslosen Staatsbanken - etwa der deutschen Industriebank (IKB) und einigen Landesbanken -, möglich, sich mit diesen Ramschpapieren „vollzusaugen“.

---

<sup>1</sup> (- Standard & Poor's gehört zur Mediengruppe McGraw-Hill, Moody's ist selbständig, Fitch ist Teil der französischen Fimalac-Holding -)

Allein dieser an sich unverzeihliche Kardinalfehler der Ratingagenturen, der auch gleichzeitig eine Kumpanei mit den Wallstreet-Bankern offen legte, hätte weltweit die Alarmglocken bei Bankenaufsehern, den gesetzgebenden Parlamenten, wie aber auch den Bankern selbst, die ja mit dem Urteil der Rating-Agenturen bei ihren Investitionen arbeiten, schrillen lassen müssen.

Was ist geschehen: Nichts! - zumindest nichts Bewegendes!

Diese Entzauberung der „Glaskugeldeuter“ aus New York hat nicht im Entferntesten bis heute ihre Macht geschmälert, wie wir leider auch in diesen Tagen bei der Bewältigung der europäischen Schuldenkrise zur Kenntnis nehmen müssen. Dabei liegt Macht und Können der Rating Agenturen weit auseinander. Erinnerung sei an die haarsträubende Bewertung des Enron Konzerns, der unbewertet von den Agenturen seinem Ruin entgegenging. Und wenig schmeichelhaft kommt der abschließende Untersuchungsbericht des US-Kongresses zur Finanzkrise zum Gesamturteil, dass diese ohne die Rating-Agenturen gar nicht entstanden wäre.

Die Situation ist absolut verfahren und es ist kaum zu erwarten, dass der gordische Knoten in der regulierungssüchtigen Finanzbranche durch einen mutigen Befreiungsschlag durchtrennt wird.

## **1. Woher kommt diese Übermacht der Rating-Agenturen?**

Banker und Finanzaufsichtsbehörden vertrauen landauf und landab weiterhin auf die Exzellenz der Bonitätsprüfung der Rating-Agenturen. Das in den Agenturen vorgehaltene Spezialwissen schaffe einen Mehrwert an Unsicherheitsreduktion, also an Risikoqualität. Das sind zunächst einmal Behauptungen, die vor dem Hintergrund der geschilderten Realität mehr als große Zweifel hervorrufen. Denn der offensichtliche Dilettantismus, mit der die Rating-Agenturen unisono die Ramschpapiere der US-Subprime-Krise „über den Klee“ lobten, bzw. wie und wann sie auch die Ratings in der europäischen Staatsschuldenkrise verteilten, lässt große Zweifel an ihrem „objektiven Besser Sein“ aufkommen.

Kein Wunder, denn die rund 3.500 Analysten der Rating-Agenturen wie Millionen Bonitätsprüfer in den Banken weltweit stehen alle vor dem gleich Problem: Die Zukunft ist unsicher. Gerade Umbruchzeiten sind von erheblicher Prognoseunsicherheit geprägt. Und große Organisationen, wie die Rating-Agenturen, sind schwerfällig und ihren Auftraggebern verpflichtet, nicht der unabhängigen Analyse der Zukunft.

Sie bewegen sich in den „ausgetrampelten Pfaden“ der Linearisierung der Vergangenheit in die Zukunft hinein und sind dem wirkungsmächtigen Phänomen überraschender Entwicklungen in der Regel nicht gewachsen.

Sie teilen ihr Schicksal mit allen auftragsabhängigen Beratern; das zeigen die Konjunkturprognosen der sog. „Wirtschaftsweisen“, die Steuerschätzungen wie auch die Zins- und Börsenprognosen, die von den „spezialisierten“ Beratern eingekauft werden. Wer schüttet

denn seinem Auftraggeber die bittere Medizin der „nackten“ Erkenntnis in den Kelch. Das Bild vom Boten schlechter Nachrichten ist hinlänglich bekannt. Cassandra hat in dieser Welt der Zukunftsdeutung keinen Platz!

Der einfache Hintergrund ist der, dass in diesen Gremien und Organisationen Einschätzungen über zukünftige Entwicklungen, die mit Umbrüchen verbunden sind, innerorganisatorisch keine Durchsetzungschancen haben. „Business as usual“ ist die Devise. „Spinner“ und „Neudeuter der Zukunft“ sind außen vor! Dem gängigen Beratungs- und Beurteilungsverfahren wird damit Rechnung getragen, nicht jedoch der Sache. Eine Finanzkrise lässt sich so nicht aufhalten. Rating-Agenturen gehören vielmehr zu den Organisationen, die sich durch ihre schiere Größe auf die Verfeinerung der Methoden konzentrieren, mit deren Ergebnissen letztlich die Entscheidungsträger gar nicht mehr viel anfangen können und wiederum auf die Interpretation von organisationsinternen Spezialisten angewiesen sind. Die persönliche Distanz zu den Beurteilungsobjekten wächst. Sie wirken bei Ihrem Auftraggeber vielmehr als Komplexitätsverstärker, Stellenvermehrer und fördern die Eitelkeit des Managements. Gerade die für Bonitätsurteile so wichtigen Kriterien wie persönliche Kreditwürdigkeit und Zahlungswilligkeit, Mentalität, etc. treten damit in den Hintergrund - oder - was noch viel verhängnisvoller ist, geraten vollkommen aus dem Blickwinkel. Stattdessen beherrschen statistisch mathematisch ermittelte Scheinsicherheiten über potentielle Ausfallwahrscheinlichkeiten die Szenen.

Ausgeblendet wird, dass diese eher weichen Kriterien zur Zins- und Tilgungsbedienung mindestens genauso wichtig sind, incl. der „harten“ Kennzahlen einer distanzierten Bonitätsprüfung.

Wir erleben es diese Tage hautnah am Beispiel Griechenlands:  
Werden die drangsalieren Hellenen überhaupt Lust und Laune haben, angesichts der täglich empfundenen Demütigungen, ihr eigenes Scherflein zur Gesundung ihres Landes beizutragen. Motivation sieht anders aus.

## **2. Blindfleck „Beachtung systemischer Risiken“ - bei reduzierten Eigenkapitalpuffern**

Bei der Beurteilung der Bonitätsobjekte (Staaten, Firmen, Finanzprodukte) kommt der Beachtung der ständig wachsenden systemischen Risiken erhebliche, wenn nicht sogar entscheidende Bedeutung zu. Auch hier sind die Rating-Agenturen, wie die Vergangenheit mehr als deutlich gemacht hat, überfordert. Die Tatsache, dass wir durch unsere zunehmende Spezialisierung, Arbeitsteilung in eine immer höhere Komplexität und gegenseitige Abhängigkeit weltweit hineingetrieben werden, ist die Risikoseite des Zuwachses an weltwirtschaftlichem Wohlstand, die gleichfalls zu beachten ist. Die damit gewachsenen systemischen Risiken werden allzu leicht einfach ausgeblendet.

Zu Recht weist Thomas Straubhaar in einem jüngst erschienenen Zeitungsbeitrag darauf hin, dass die Übertragung dieser systemischen Risiken vor allem über die Verflechtung der Kreditwirtschaft erfolgt. Und diese Kreditwirtschaft hat weltweit ihre Eigenkapitalpuffer reduziert - anstatt, wie es die Situation eigentlich erfordert -, verstärkt.

Die Konsequenz ist klar: Wenn der „Blitz einschlägt“, halten die Kapitalpolster der Banken nur niedrige Spannungen aus. Wenn dann wie bei einer Pandemie der Bazillus des Wertverfalls sich von Finanzinstitut zu Finanzinstitut überträgt, im Gesamtsystem überstürzte Wertberichtigungen erforderlich angesehen werden, und hilflose Banken ihre Kreditnehmer malträtieren, ist der Zusammenbruch perfekt.

Gerade der Eiertanz, den einzelne Rating-Agenturen in der Beurteilung der verabschiedeten Hilfsmaßnahmen für das praktisch bankrotte Griechenland soeben vollführen, wirft ein Schlaglicht auf das unsensible Machtbewusstsein, wie auch die Überforderung in der Beurteilung systemischer Zusammenhänge.

### **Ein erstes Zwischenfazit:**

Ein Mehrwert von Rating-Agenturen für die Stabilität eines Finanzsystems an sich ist nicht gegeben. Die eigenverantwortliche Bonitätsprüfung durch die Investoren ist durch nichts zu ersetzen. Rating-Agenturen können hier die Eigenanalyse aufgrund ihres breit angelegten Datenmaterials bestenfalls unterstützen.

### **3. Verfahrenre Situation - oder - Warum die Rating-Agenturen so viel Macht haben?**

Kurzfristige Überlegungen, der Druck zu gemeinsamen Regeln auf kleinstem gemeinsamen Nenner, wie auch das latente Misstrauen in hausinterne Bonitätsbeurteilungen haben die Gesetzgebungs- und Aufsichtsorgane veranlasst, verbindliche Regulierungen zu schaffen, die apodiktisch das Bonitätsurteil der Rating-Agenturen verlangen. Diesen Urteilen kann keine Bank ausweichen und sie betreffen ihren sensibelsten Bereich, nämlich das haftende Eigenkapital. Je nach Bonitätsstufe der Rating-Agentur muss eine Anleihe im Eigendepot mit entsprechend hohem Eigenkapital „unterlegt“ werden. Je höher das Ausfallrisiko, desto höher auch das gebundene Eigenkapital. Da die Kreditwirtschaft weltweit mit einer äußerst knappen Eigenkapitaldecke arbeitet, kann sich jeder leicht ausmalen, was es bedeutet, wenn sich etwa der Daumen über die Staatsanleihen von Griechenland, Portugal oder sonst einem gefährdeten Staat senkt. Doch damit nicht genug. Auch in den Ankaufsbedingungen der Zentralbank, z.B. EZB, für die Geldversorgung des Bankensystems sind die Bonitätsurteile der Rating-Agenturen ausschlaggebend. Veränderungen im Bonitätsurteil können so umfangreiche Depotumschichtungen mit Zwangsverkäufen auslösen. Die Auswirkungen auf die Anleihemärkte sind mit den Händen zu greifen.

#### **... Staatsversagen auf der ganzen Linie!**

Durch diese Verbindlichkeiten greifen die Rating-Agenturen faktisch in die Geschäftspolitik von Banken und Versicherern ein. Damit entsteht eine unkontrollierte Machtfülle, die zum Missbrauch einlädt. Doch man soll die Mächtigen nicht deshalb verurteilen. Eine viel größere Mitschuld daran tragen die Urheber dieser Situation.

Es grenzt schon an Staatsversagen, wenn die Finanzmarktaufsicht ihre Kernaufgabe, das Ausfallrisiko der Finanzmarktteilnehmer, wie auch des Systems insgesamt zu beurteilen, bewusst und absichtlich in die Hände Dritter legen und Rating-Agenturen kennen keine Bankenaufsicht. Die faktischen Finanzmarktregulierer bleiben unreguliert. Da ändert auch nicht die seit Dezember 2010 und seit 1. Juni 2011 verschärfte Verordnung über Kredit-Agenturen (CRA), die vor allem formale Dinge wie Registrierungspflicht, Vorgaben zur Qualität von Ratings, Transparenz und Vermeidung von Interessenskonfliketen, etc. beinhalten. Dies sind insgesamt gut gemeinte Ansätze, die aber dem zentralen Aspekt der staatlich sanktionierten Machtfülle nichts anhaben können.

### **4. ... und was eignet sich als Alternative?**

Was kurzfristig helfen könnte, wäre ein verstärkter Wettbewerb der großen Drei um die besten Bonitätsurteile, und ein beständiges Heranwachsen einer echten Konkurrenz für die etablierten Agenturen. Doch dies bleibt Wunschdenken. Der dringend gebotene Wettbewerb scheitert an den hohen Markteintrittsbarrieren für neue Rating-Agenturen. Zu sehr setzen die großen Gesellschaften weltweit auf die Urteile der großen Drei und Neulinge müssen erhebliche Finanzmittel in die Hand nehmen, um eine weltweite Präsenz anbieten zu können. Von den ca. 3 Mio. Bonitätsanfragen bearbeiten „die großen 3“ 97 %. Die restlichen 100.000 Vorfälle teilen sich 4 kleinere registrierte Agenturen. Marktbreite aus dem Stand aufzubauen, bindet erhebliche Finanzmittel. Und staatliche Kraftakte (z.B. europäische Rating-Agentur) sind per se schon zum Scheitern verurteilt.

### **... kurzfristig keine Änderung in Sicht**

So ist nunmehr eine absolut verfahrenere Situation entstanden, die die Macht der Rating-Agenturen eher zementiert als angreift. Die staatlichen Regulierungs- und Kontrollbehörden haben sich mit der Übertragung an die Rating-Agenturen selbst eine Falle gestellt, aus der sie kurzfristig überhaupt nicht mehr herauskommen. Die Rating-Agenturen sind sich dieser Machtfülle bewusst. Ihnen fließen Oligopol Gewinne zu, die höchst bedenklich sind. Hinzu kommt, dass die marktmächtigen Bonitätsprüfer genau wissen, dass sie mit ihren Urteilen und dem Zeitpunkt ihrer Urteile die Finanzmärkte erheblich bewegen können. Damit öffnet sich für Insider-Wissen ein weites Tor. Die Wallstreet Kungeleien haben Tradition - ohne Rücksicht auf Insiderpflichten -, ob in der Weltwirtschaftskrise oder in der Lehmann-Pleite von 2008. Das Timing von Bonitätsänderungen bewegt die Märkte, Insiderpotentiale größten Ausmaßes werden geschaffen.

Verspätete Rating-Abstufungen erlauben so Insidern ihre „faulen Gurken“ noch zu passablen Preisen los zu werden.

### **... und zweierlei Maß**

Es stimmt höchst bedenklich, dass alle drei großen Rating-Agenturen ihren Sitz in New York haben und US-amerikanisch dominiert sind. Auch dem Finanzmarktlaien fällt auf, wie durch unterschiedliche Gewichtung die Urteile, Bonitätseinstufungen etwa der Vereinigten Staaten von Amerika selbst und europäischer Staaten im Urteil der Rating-Agenturen ausfallen. Die massiven Schwierigkeiten der USA, ihr hohes Haushaltsdefizit, aus eigenen Ersparnissen zu finanzieren, die Finanzierung dieses Defizits über die Notenpresse und die Höhe des Defizits an sich, haben bisher lediglich zum Warnruf der Rating-Agenturen geführt, dass der AAA-Status (höchste Bonität) in Gefahr sei! Statt Sturmwarnung zu melden, wird eine leicht bewegte See angekündigt!

Die USA stehen bei ihren 300 Mio. Einwohnern mit 15 Bio. US\$ (11 Bio. €) in der Kreide. Dies sind rund 50.000 US\$ (bzw. 36.000 €) Schulden je Bürger. Seit Jahrzehnten leben die US-Amerikaner weit über ihre Verhältnisse. Die Privathaushalte sind überschuldet. Es wird nicht gespart und jeden Tag für zwei Mrd. US\$ mehr importiert als exportiert. Die Eurozone mit 320 Mio. Einwohnern zum Vergleich hat eine ausgeglichene Leistungsbilanz und weist eine öffentliche Grundverschuldung von rund 8 Bio. € auf. Dies entspricht einer Pro-Kopf-Verschuldung von 25.000 €.

Sicher sind dies keine erquicklichen Zahlen, aber der Unterschied zu den US-amerikanischen Verhältnissen ist doch eklatant. Und dennoch genießen die USA das von den Rating-Agenturen verliehene höchste Bonitätssiegel „triple A“.

Die jüngsten Abstufungen für Griechenland, Irland und Portugal angesichts bereits getroffener Umschuldungs- und Restrukturierungshilfen, deren Wirkung erst einmal abgewartet werden muss, folgen höchst zweifelhaften und wenig nachvollziehbaren Überlegungen, die den Verdacht nahelegen, die Macht zum Vorteil von Gegnern des Eurosystems auszuspielen. Denn eine gezielte Schwächung des Euro bedeutet umgekehrt zumindest eine zeitliche Stärkung des US-Dollars. Viele sprechen inzwischen von einem regelrechten Finanzkrieg. Die Rating-Agenturen sind dabei mit die effektivsten Waffen. Das Timing der Veröffentlichung ist zentral. Als Bonitätswächter kommt den Agenturen die Aufgabe zu, bereits im Vorfeld auf verhängnisvolle Entwicklungen aufmerksam zu machen. Die „wenn - dann“ Aussage ist hier wichtig! Im Fall der aktuell verhängnisvollen Schuldensituation der USA war bisher keine harte und unmissverständliche Festlegung der Rating-Agenturen zu vernehmen.

## **5. ...zurück zu einer unmittelbaren Haftungskultur**

Den „gordischen Knoten“ der Abhängigkeit vom Urteil der Rating-Agenturen sofort zu durchschlagen ist angesichts der geschilderten Situation meiner Überzeugung nach das Gebot der Stunde. Ein solcher Schwenk respektiert wieder die Verantwortung der Finanzinvestoren in ihr eigenes Tun. Er zwingt sie zu begründen, warum sie bestimmte Aktiva erworben haben und mit welchem Eigenkapitalanteil sie diese zu unterlegen gedenken.

Dieser Salto-Rückwärts verlangt von den Finanzmarktaufsehern auch, sich unmittelbar ein Bild über die Methoden und Analysen der beaufsichtigten Institute zu machen. Letztlich stärkt dies sogar die Finanzaufsicht und deren Autorität. Sie verlangt jedoch auch von ihr, dass sie endlich wieder selber Verantwortung übernimmt und sich nicht hinter Fremdurteilen versteckt. Diesen positiven Regelkreis schließt das Momentum ein, wieder die Haftungskultur für das eigene Tun (sowohl bei den Aufsichten wie auch bei den Investoren) aufleben zu lassen.

Das wird den Vertretern der „Zeigefingerkultur“ in den verantwortlichen Gremien der Finanzindustrie nicht schmecken, haben sie davon doch zu Lasten der Verantwortungshelden in den letzten Jahren bestens gelebt.

Es trägt zur Revitalisierung von Tüchtigkeit, Mut und Selbstverantwortung bei. Den Rating-Agenturen bleibt dann die Rolle eines offensichtlichen kompetenten Beraters in Bonitätsangelegenheiten. Mehr sollte es aber auch nicht sein.

Der Flaschengeist gehört wieder an den Ort zurück, von wo er entwichen ist.