

Stellungnahme zum Fachgespräch des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages
**„Rolle und Verantwortung der Rating-Agenturen im
aktuellen Finanzmarktgeschehen“ am 13. Februar 2008**

I. Probleme

Die Rolle der Rating-Agenturen (RA) hat bereits mit dem enormen Wachstum der Finanzmärkte seit Beginn der 1990er Jahre stark zugenommen. Mit dem Inkrafttreten der Basel 2 Regeln und in Deutschland der Solvabilitätsverordnung vom Dezember 2006 ist diese Rolle noch einmal massiv verstärkt worden. Die Erfahrungen der Finanzkrise zu Beginn dieses Jahrzehnts sowie der aktuellen Finanzkrise belegen jedoch, dass das durch die Basel 2 Regeln zum Ausdruck gebrachte Vertrauen in die Urteilsfähigkeit dieser Institutionen nicht gerechtfertigt ist. (und dass die Bestimmungen der SolvV zur Überprüfung und Zulassung der RA offensichtlich unzureichend sind). Dies hat – neben einzelnen Problemen der intellektuellen Qualifikation und Integrität – vor allem drei systematische und strukturelle Gründe:

1. Überforderung durch Finanzinnovationen. RA können den an sie gestellten Erwartungen zur realistischen Beurteilung von Finanzinnovationen – und davon abgeleitet auch der sie emittierenden oder vertreibenden Instituten – prinzipiell nicht gerecht werden. Die Methodik der RA beruht fast ausschließlich – und fast unvermeidlich – auf historischen Werten der zu beurteilenden Unternehmen oder Produkte, zu einem sehr geringen Teil noch auf ihrer Umgebung. Finanzinnovationen, insbesondere die sog. "strukturierten" Produkte beruhen jedoch überwiegend auf Neuheiten, für die es keine historischen Erfahrungen gibt. Ihr privatwirtschaftlicher Zweck ist es, den Emittenten oder Händlern oder den dahinter sehenden Vermögensbesitzern möglichst hohe Renditen zu beschaffen. In einem durch Kapitalüberfluss, hohem Anlagedruck und scharfer Konkurrenz gekennzeichneten Umfeld erscheint dies nur durch außerordentlich komplexe und raffinierte Konstruktionen möglich, die sich – zumindest während einer gewissen Zeit nach ihrer erstmaligen Einführung – einer soliden externen Beurteilung entziehen und, als eine Art Betriebsgeheimnis, entziehen sollen. RA laufen diesen Innovationen immer hinterher, und wenn sie sie eingeholt und beurteilt haben, ist eine neue Innovationswelle angelaufen. Die Informationsasymmetrie zwischen Emittent und Publikum wird durch RA nicht vermindert, gelegentlich sogar vergrößert.

(Dies gilt im übrigen auch für die Aufsichtsbehörden, sofern diese nicht sehr harte Informationsrechte haben und/oder der Kreativität von Finanzinnovatoren durch eine gewisse Produktstandardisierung entgegenwirken).

2. Gesamtwirtschaftlicher Blindheit. Die Aufgabe von RA ist es, die einzelwirtschaftliche Bonität eines Unternehmens, eines Emittenten, einer Anleihe, eines Kredites oder Kreditpaketes oder eines anderen strukturierten Finanzproduktes zu beurteilen. Dies geschieht unter Heranziehung der unternehmensbezogenen Daten, Verhältniszahlen, und

verschiedener Stress-Szenarios. Eine Beurteilung der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kredites erfolgt auf der Grundlage dieser Daten und nicht im gesamtwirtschaftlichen Kontext. Gleiche Finanzprodukte könne unter verschiedenen Umständen aber unterschiedliche Qualitäten haben. Diese Umstände sind nicht Gegenstand des Ratings.

3. Strukturelle Interessenkonflikte. RA sind privatwirtschaftliche Unternehmen, deren Einnahmen und Gewinne von den Aufträgen der Unternehmen abhängen, deren Produkte sie beurteilen sollen und die ein massives Interesse an einer positiven Beurteilung haben. Auch ohne Korruption und offene Fälschung ergibt sich hieraus ein struktureller Bias, unter verschiedenen möglichen Bewertungsvarianten die positivste auszuwählen. Angesichts der hoher Empfindlichkeiten und Ansteckungsdynamik von Finanzmärkten wäre in der Regel jedoch eine vorsichtiger Bewertung angemessen. In Zeiten starker Finanzmarktaktivität wirkt dieser bias pro-zyklisch. Wenn die Situation allerdings kippt und sich an einzelnen spektakulären Fällen zeigt, dass die positiven Beurteilungen nicht gerechtfertigt waren, kann es dann allerdings auch zu panikartigen – und oft ökonomisch nicht rational begründbaren – Herabstufungen kommen, was die beginnende Finanzkrise prozyklisch verstärkt.

Diese Faktoren lassen es zweifelhaft erscheinen, von den RA Hilfe bei den notwendigen Versuchen zu erwarten stabile Finanzmärkte zu gewährleisten. Das Gegenteil scheint der Fall zu sein. Diese Sicht setzt sich mittlerweile auch bei führenden Verantwortlichen für die Finanzmarktpolitik durch.¹ Allerdings ist auch festzuhalten, dass die Überprüfung und Zertifizierung der in Deutschland tätigen RA insofern versagt hat, als sie die Fehlbeurteilungen in der jüngsten Krise nicht verhindert, und soweit bekannt nicht einmal selbst frühzeitig erkannt hat. Offensichtlich reichen das gesetzliche Instrumentarium oder die Mittel zu seiner wirksamen Implementierung oder beides hierzu nicht aus. Es zeigt sich im übrigen, dass die vielfach als Regulativ empfohlene „Marktdisziplin“ bzw. die „Selbstregulierung durch den Markt“, eine ausgesprochen prozyklische Dynamik hat und Fehlentwicklungen zunächst kumulativ verstärkt und erst dann bemerkt werden, wenn massive Schäden eingetreten sind. .

II. Reformansätze für Rating-Agenturen

Angesichts dieser systematischen und strukturellen Probleme erscheint es nicht gerechtfertigt, die Lösung durch die Selbstreinigungskräfte der Märkte und Anreize zur Stärkung dieser Selbstreinigungskräfte zu erwarten. Die Erfahrungen der letzten beiden großen Finanzkrisen haben jedenfalls gezeigt, dass die Dynamik der Märkte anfängliche Instabilitäten nicht ausgeglichen, sondern lange Zeit kumulativ verstärkt hat, ehe mit großen Zu-

¹ So bemerkte Alexandre Lamfalussy, der frühere Vorsitzende des „Committee of wise men“, das die aktuelle Struktur der Finanzmarktregulierung in der EU konzipierte, jüngst vor dem Europäischen Parlament: „Our regulators...came up with the idea of turning to the rating agencies for help. Experience has led many of us to question the wisdom of this decision. Granting a quasi-monopoly status to these agencies raises all the traditional queries about the possible abuse of a monopolistic position. Moreover, there are potential conflicts of interest. Finally, granting, say, a AAA status to a highly complex product has turned out to be plainly misleading, and induced market participants – by relying exclusively on the rating decision – not to do their homework.“ Looking beyond the Current Credit Crisis. Remarks by Alexandre Lamfalussy at the Meeting of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament with national parliaments, Brussels, 23 January 2008, S.5

sammenbrüchen eine Wende eintrat. Die Kosten derartiger kumulativer Verstärkungen können dabei in der Regel nicht auf ihre Verursacher, die Finanzspekulanten, begrenzt werden. Sie sind mit gesamtwirtschaftlichen und sozialen Kosten verbunden, die politische Interventionen erfordern.² Mit dem engen Blick auf die RA bieten sich hier zwei Optionen an:

1. Aufbau **öffentlicher RA auf europäischer Ebene**, als Bestandteil der Finanzaufsicht. Dieses Modell hätte drei wesentliche Vorteile

– Der Interessenkonflikt zwischen Maximierung der Einnahmen und Neutralität der Beurteilung wäre aufgelöst und der damit verbundene Positiv-Bias überwunden. Als Teil der öffentlichen Finanzaufsicht würden die RA entweder aus öffentlichen Mitteln oder – wie die BaFin – aus Beiträgen der Unternehmen finanziert, die diese Ratings in Anspruch nehmen (müssen).

– Die gesamtwirtschaftliche Blindheit der konventionellen RA würde dadurch überwunden, dass bei der Beurteilung von Finanzprodukten nicht nur die individuelle Bonität der Emittenten, sondern darüber hinaus auch die gesamtwirtschaftlichen Umstände berücksichtigt würden.

– Öffentliche RA als Teil der Finanzaufsicht geben den Aufsichtsbehörden frühe zusätzliche Informationen und setzen sie in die Lage bei früher erkannten Problemen früher und daher auch wirksamer einzugreifen.

Die Beschäftigten der neuen öffentlichen RA könnten aus den nationalen Zentralbanken (NZB) rekrutiert werden. Dort gibt es eine große Zahl von Personen mit sehr hohen finanz-, betriebs- und gesamtwirtschaftlichen Qualifikationen; gleichzeitig ist die Auslastung dieses Personals durch den Funktionsverlust der NZBn nicht mehr gewährleistet, und ein Stellenabbau hat begonnen. Der Aufbau öffentlicher RA wäre also nicht nur ein wichtiges Instrument der Finanzaufsicht, sondern gleichzeitig ein sinnvolles Beschäftigungsprogramm für hochqualifizierte Arbeitskräfte.

Öffentliche Rating-Agenturen könnten als Parallelinstitutionen und in Konkurrenz zu den bestehenden privaten RA organisiert werden. Sinnvoll könnte es auch sein, bei Instituten und Produkten ab einer bestimmten Größenordnung, die in der EU aktiv sind bzw. gehandelt werden, das Zertifikat dieser Institutionen zu verlangen.

Die öffentlichen RA könnten direkt auf europäischer Ebene angesiedelt werden oder aber als Netz kooperierender nationaler RA.

2. **Entkoppelung von Finanzierung und Beauftragung von RA**. Dies könnte dadurch geschehen, dass für die Tätigkeit der privaten RA – ähnlich wie bei Notaren – eine Gebührenordnung auf europäischer oder nationaler Ebene erlassen wird. Sie kann nach Art, Umfang und Komplexität des zu bewertenden Objekts differenzieren. Die Gebühren werden aus einem Fonds finanziert, dessen Mittel aus Umlagen der Unternehmen (oder Län-

² Noch einmal Lamfalussy:“ „...the growing predominance of markets and the proliferation of complex new financial products undermine the justification of the view that prudential supervision should not be part of the mandate of market supervisors. They should be...”(ebd. S.7)

der) stammen, die die RA in Anspruch nehmen. Die RA erhalten also keine Mittel von den Unternehmen, die oder deren Produkte sie bewerten, während die Unternehmen die Leistungen der RA jedoch sehr wohl finanzieren müssen.

III. Aber: Die Hauptprobleme liegen nicht bei den Rating-Agenturen

Es sollte allerdings davor gewarnt werden, von der – sinnvollen und notwendigen – stärkeren Regulierung der RA zu viel zu erwarten. Das Versagen der RA liegt darin, Probleme und Gefahren auf den Finanzmärkten nicht erkannt und/oder nicht öffentlich vor den Risiken gewarnt zu haben. Sie sind nicht Ursache der Probleme. Für die jüngste Finanzkrise liegen diese vielmehr zum einen in der ungebremsten Verbriefung, Verpackung und Verkauf von Krediten, zweiten in fast grenzenlosen Möglichkeiten der Fremdfinanzierung von Unternehmensübernahmen, drittens in der extremen Komplexität und gesamtwirtschaftlichen Dysfunktionalität von Finanzinnovationen und viertens im hohen Liquiditätsdruck auf den Finanzmärkten. Hiergegen sind Maßnahmen erforderlich, die über die Reform der RA hinausgehen.

Beschränkung des Kreditverkaufs. Die Verbriefung und Verpackung sowie der anschließende Verkauf von Kreditpaketen sollte als das gesehen werden was es ist: eine Methode zur Umgehung der Baseler Eigenkapitalregeln. Diese beschränken aus Gründen der Risikoabsicherung das von einer Bank ausreichte Kreditvolumen auf (im Durchschnitt) das Zwölfeinhalbfache des Eigenkapitals. Verbriefung und Verkauf von Krediten erhöhen das insgesamt von der Bank ausgereichte Kreditvolumen, gelegentlich auf ein Mehrfaches dieses Zwölffachen, ohne dass gleichzeitig zusätzliche Risikovorsorge betrieben wird. Die Risiken verschwinden aus den Büchern der Banken, nicht aber aus der Wirtschaft. Damit wird die Summe der Risiken über die von der Politik für tragbar gehaltene Grenze hinausgeschoben. Überdies fördert eine solche Möglichkeit das moral hazard-Verhalten der Banken: Wenn sie von Anfang an damit rechnet, ihre Kredite samt Risiken zu verkaufen, wird die Kreditwürdigkeit des Schuldners eine geringere Rolle spielen. Die Verbriefung und der Verkauf von Krediten sollte daher verboten oder zumindest genehmigungspflichtig (durch die BaFin oder eine europäische Behörde) werden.

Begrenzung für leveraged buy-outs. Die Fremdfinanzierung von Unternehmensübernahmen (leverage), insbesondere durch Private Equity und Hedgefonds, schafft erstens zusätzliche Risiken und führt zweitens dazu, dass in einer Situation reichlich vorhandener Liquidität – die sich vor allem bei institutionellen und „alternativen“ Investoren sammelt – die Kombination dieser Finanzmassen mit weiteren Krediten (oft in Höhe des Vielfachen der Ursprungsmittel) zu einer gesamtwirtschaftlich problematischen Aufblähung der Geld-/Kreditmenge führt. Dies dürfte einer der Hauptgründe dafür sein, dass der von der EZB vorgegebene Referenzwert für die Expansion der Geldmenge seit einigen Jahren regelmäßig erheblich übertroffen wird. Wenn die EZB hierauf mit sterilisierenden Maßnahmen reagieren würde, würden hiervon allerdings die KMU besonders betroffen, die nichts zu den Problemen beigetragen haben. Die Kreditaufnahme von Finanzinvestoren für Unternehmensübernahmen sollte daher massiv eingeschränkt werden. Das kann auf verschiedene Weise geschehen: Zum einen kann ein regulatorisches Limit der Kreditfinanzierung von Finanzinvestitionen – z.B. 40% – festgesetzt werden. Zum anderen kann das regula-

torische Eigenkapital für derartige Kredite drastisch gesteigert werden, z.B. (durch die Gewichtung derartiger Kredite mit 500%) auf 40%.

Komplexitätsreduktion und Standardisierung. Die Komplexität der immer neuen Finanzinnovationen hat längst ein gesamtwirtschaftlich vernünftiges oder auch nur akzeptables Maß überschritten. Sie dient allein dem Zweck, den Instituten und den hinter ihnen stehenden Finanzanlegern neue und immer weniger durchschaubare Renditequellen zu erschließen. Finanzmärkte, die durch derartige strukturierte Produkte getrieben werden, haben sich von den gesamtwirtschaftlichen wichtigen Funktionen der Investitionsfinanzierung, des Risikomanagements und des privaten Vermögensaufbaus entfernt, und die hiermit verbundenen Risiken gefährden nicht nur ihre Urheber. Daher ist es sinnvoll und angebracht, die Komplexität und Intransparenz von strukturierten Finanzprodukten zu reduzieren und durch eine gewisse Standardisierung zu ersetzen.

Verminderung des Anlegerdrucks. Die „bottom line“ ist der **enorme Liquiditätsdruck auf den Finanzmärkten**³. Er ist allerdings nicht, wie Lamfalussy dies offensichtlich unterstellt, in erster Linie das Ergebnis einer zu laxen Kreditpolitik der Banken, sondern auf die zunehmende Anhäufung privater Finanzvermögen als Folge lang anhaltender Umverteilung von unten nach oben sowie des Auf- und Ausbaus kapitalgedeckter Alterssicherungssysteme zurück zu führen. Solange dieser Druck – das Handelsblatt nennt ihn gelegentlich „die Gier der Anleger“ – anhält und weiter wächst, werden auch die Probleme auf den Finanzmärkten anhalten und tendenziell größer werden. Es wird zwar immer wieder möglich sein, durch einzelne Regulierungen – wie z.B. Basel 2 – bestimmte Auswüchse einzudämmen. Allerdings werden bei anhaltendem Druck die Akteure dann auf andere Auswüchse ausweichen, wie z.B. auf massenhafte Verbriefung und Kreditverkäufe. Auch hier kann – und sollte – Regulierung korrigierend eingreifen, wohl wissend, dass dann eine neue Runde der „Innovationen“ beginnt. Nachhaltig präventive Stabilisierung erfordert es, den Druck aus den Finanzmärkten zu heraus zu nehmen oder ihn zu vermindern: durch steuerliche Abschöpfung hoher Finanzvermögen und durch Rückführung der volkswirtschaftlichen Gewinnquote auf ein Maß, das es erlaubt, die mit Hilfe der volkswirtschaftlichen Gewinne aufgebauten und modernisierten Produktionskapazitäten durch private und öffentliche Nachfrage auszulasten. Dafür bedarf es höherer Löhne und Gehälter (einschließlich gesetzlicher Mindestlöhne) sowie höherer Steuern auf Gewinne und Kapitaleinkommen.

³ Und ein letztes Mal Lamfalussy: “We cannot avoid asking ourselves the question: what were the driving forces behind this financial euphoria? Some would say: the traditional ones, such as animal spirit, creativity, inventiveness or simply greed. That was very likely the case. But let me stick my neck out by submitting to you that a very powerful factor was also at work: excess liquidity. ... all market participants I was meeting at this time insisted that the financial world was “awash” with liquidity. The main point I want to make at this juncture (...) is that abundant liquidity created a favourable breeding ground for reckless risk taking.” (ebd. S. 8)