

Rating-Agenturen Die unheimliche Macht

Scharfrichter der Wirtschaftswelt

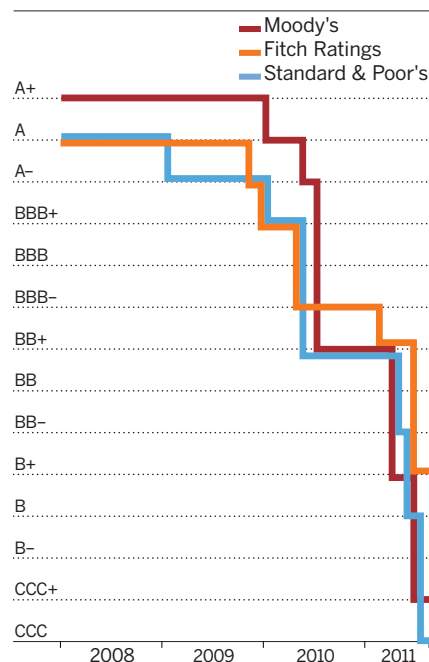
Die drei grossen Rating-Agenturen übernehmen auf den Finanzmärkten eine wichtige Aufgabe: Sie bewerten, wie kreditwürdig ein Schuldner ist. Dass sie damit Staatskrisen verschärfen, Finanzkrisen befeuern und Unternehmen in den Abgrund stürzen, ist die Schuld von Politikern, die sie zu mächtig gemacht haben. *Von Sebastian Bräuer*

Seit die Rating-Agentur Moody's am Mittwoch die Kreditwürdigkeit von Portugal angezweifelt hat, trifft sie der geballte Zorn von Europas Politikern. EU-Kommissions-Präsident José Manuel Barroso äusserte den Verdacht, Europa werde nicht objektiv bewertet, weil die drei grossen Rating-Agenturen (neben Moody's sind das Standard & Poor's sowie Fitch Ratings) ihren Sitz allesamt in den USA hätten. Portugals Ministerpräsident Pedro Passos Coelho tat so, als verstehe er die Welt nicht mehr: «Was wollen die Rating-Agenturen von uns noch? Dass wir Kopfstand machen?» Und der frühere Industrieminister Luís Mira Amaral suchte nach der radikalstmöglichen Verurteilung ihrer Aktivitäten: «Terrorismus!»

Rating-Agenturen beurteilen die Bonität von Unternehmen und Staaten. Ihre Noten reichen von AAA (beste Qualität) bis D (Zahlungsausfall). Auch die Research-Abteilungen von Banken und Versicherungen versorgen ihre Kunden teilweise täglich mit schriftlichen Einschätzungen. Doch in aller Regel sorgen nur die Urteile von S&P, Moody's und Fitch an den Finanzmärkten für Erschütterungen. Der Grund dafür ist ein Geflecht von Vorschriften, das über Jahrzehnte entstanden ist, meist in Reaktion auf Finanzkrisen. Heute zementiert es eine einmalige Machtposition. Es gebe zwei Supermächte auf der Welt, urteilte der mehr-

Griechenlands Absturz

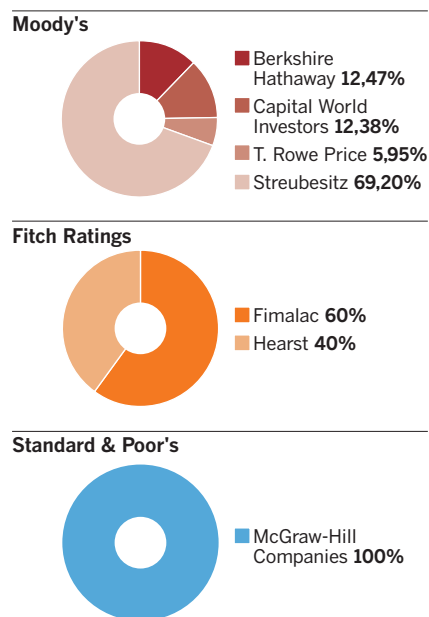
Entwicklung der Bewertungen Griechenlands seit 2008



Quelle: Bloomberg

Anteilseigner

Besitzverhältnisse bei den drei grossen Rating-Agenturen



Quelle: Firmenangaben, Yahoo Finance

ALAN SCHEIN PHOTOGRAPHY / CORBIS



Manhattan, Sitz der drei einflussreichsten Rating-Agenturen.

fache Pulitzerpreis-Gewinner Thomas Friedman bereits 1996: die USA und Moody's. «Die USA können dich zerstören, indem sie Bomben abwerfen, und Moody's kann dich zerstören, indem es deine Anleihen herabstuft.»

Transparenz geschaffen

Der Branchenpionier John Moody war nicht von Allmachtsphantasien getrieben, sondern vor allem ein begnadeter Schreiber. Im Jahr 1900 verfasste er ein Buch über Finanzunternehmen, Minenfirmen und Lebensmittelkonzerne. Nach zwei Monaten war das Werk ausverkauft. Neun Jahre später verwandte Moody bei der Bewertung von Eisenbahnwertschriften erstmals Symbole, aus denen das heutige Notensystem der Rating-Agenturen hervorging. Im Jahr 1914 sortierte seine Firma auch amerikanische Städte und Gemeinden nach ihrer Bonität, weitere zehn Jahre später bewertete sie praktisch den kompletten amerikanischen Anleihenmarkt. Die Vorläufer von S&P und Fitch entstanden 1916 und 1924. Gemeinsam schufen sie innerhalb weniger Jahre eine Transparenz, von der vor allem die Investoren profitierten, die sich damals freiwillig Bewertungen kaufen konnten.

Seit der scharfen Reaktion der US-Regierung auf die «Grosse Depression» war es mit der Freiwilligkeit vorbei. Washington verbot es Banken ab

1936, in spekulative Wertschriften zu investieren. Das bedeutete, dass ein bestimmtes Rating der damals noch vier Agenturen (Standard und Poor's fusionierten erst später) für Emittenten überlebensnotwendig wurde.

Nach den Kapriolen in der Folge der ersten Ölkrise entschied die US-Börsenaufsicht SEC im Jahr 1975, ausschliesslich die «Grossen Drei» staatlich anzuerkennen und ihre Bewertungen zum verbindlichen Risikoindikator zu erklären. Die Politiker und Regulierer anderer Länder folgten dem Entschluss der Behörde. «Wir müssen das Oligopol zu brechen versuchen», sagte Deutschlands Finanzminister Wolfgang Schäuble diese Woche. Doch seine Vorgänger waren es, die das Oligopol überhaupt erst geschaffen haben.

Inzwischen besteht ein Paragrafendschungel, der nicht von heute auf morgen zu lichten sein wird. Bestimmte Pensionsfonds dürfen Wertpapiere gar nicht kaufen, wenn diesen ein entsprechendes Siegel der Agenturen fehlt. Europäische Finanzinstitute dürfen nur bis zu einer bestimmten Grenze in schlecht benotete Papiere investieren, das regelt bei Banken die Richtlinie «Capital Requirement Directive» (CRD) und bei Versicherungen das Pendant «Solvency». «Probleme entstehen vor allem deshalb, weil Staaten nur die drei grossen Agenturen zulassen und gleichzeitig Siegel dieser



Agenturen für verbindlich erklären», sagt Martin Janssen, Finanzprofessor an der Uni Zürich.

Wie abhängig selbst die finanzstärksten Marktakteure sind, macht Andy Bosomworth deutlich, Leiter des deutschen Fondsmanagements beim weltgrössten Anleihehändler Pimco. Bei Investitionsentscheidungen vertraue Pimco auf seine eigenen Experten, sagt Bosomworth. Doch beim Aushandeln von Kundenverträgen spielen die Noten der Rating-Agenturen eine zentrale Rolle. So komme es vor, dass Kunden von Pimco forderten, ihr Geld nur in Anleihen mit Topbewertung zu investieren. «Es gibt einen bemerkenswerten Trend in diese Richtung», sagt Bosomworth, «vor allem bei Staatsanleihen.»

Deswegen ist es für ein Land wie Portugal so gefährlich, wenn es im Notensystem von Moody's, wie an diesem Mittwoch geschehen, gleich um vier Stufen abrutscht. Am Bondmarkt kam es prompt zu einer heftigen Reaktion. Erstmals seit der Einführung des Euro wurde für portugiesische Anleihen mit zweijähriger Restlaufzeit eine Rendite verlangt, die 15 Prozentpunkte höher war als jene für deutsche Anleihen.

Dennoch wäre es falsch, den Überbringer der schlechten Botschaft für die unbestritten schlechte finanzielle Verfassung Portugals verantwortlich zu machen. «Die Kritik an der Abstufung

ist anmassend und naiv», sagt Janssen. «Das ist, als würde man das Fieberthermometer verbieten wollen.»

Allerdings steht der Vorwurf im Raum, dass die drei Agenturen derzeit besonders hart urteilen, nachdem sie in der jüngeren Vergangenheit oftmals zu langsam auf Fehlentwicklungen reagierten. Ökonomen der Uni St. Gallen werfen den Agenturen in einer neuen Studie vor, die vier Krisenstaaten Portugal, Irland, Griechenland und Spanien (PIGS) ungerechtfertigt weit abgestuft zu haben. Andere Länder mit vergleichbaren Daten erhielten ein besseres Rating, argumentieren sie.

Die Beschuldigten wehren sich gegen die Unterstellung, parteiisch zu urteilen. «Ein gerne wiederholter Vorwurf, der trotzdem überhaupt nicht haltbar ist», sagt S&P-Deutschlandchef Torsten Hinrichs der «NZZ am Sonntag». «Wir passen unsere Ratings dann an, wenn wir es aufgrund einer fundierten und sachlichen Analyse nach unseren konsistent angewandten Kriterien für richtig halten. Dabei sind wir unabhängig von äusseren Einflüssen.» Die Treffsicherheit der Ratings sei historisch nachweisbar ausgezeichnet.

Entscheidungen in Teams

Gegen eine systematisch harte Beurteilung spricht, dass Abstufungen niemals auf Chefebene entschieden werden. Bei Fitch Ratings funktioniert der Pro-

zess beispielsweise so: Zwei Analysten erarbeiten eine Einschätzung, über die anschliessend in einem Komitee beraten wird. Dieses besteht aus fünf bis neun Mitarbeitern. Die Entscheidung, ob es zu einer Auf- oder Abwertung

Torsten Hinrichs

Der Chef von S&P Deutschland wehrt sich gegen den Vorwurf der Parteilichkeit. Es gebe feste Bewertungskriterien.



kommt, fällt letztlich streng demokratisch per Mehrheitswahl. Auch bei S&P bestehen die Entscheidungsteams aus mindestens fünf, häufig aber deutlich mehr Analysten.

Gleichwohl haben die Agenturen eine Mitschuld an ihrem schlechten Ruf. Bis Anfang 2007 statteten sie amerikanische Hypothekenscheine mit Topbewertungen aus, obwohl zumindest einige Mitarbeiter wussten, dass diese massiv an Wert verlieren würden. «Wir pöppeln hier das nächste Monster auf», schrieb ein Rating-Analyst im Dezember 2006 per E-Mail an einen Kollegen. «Lass uns hoffen, dass wir alle pensioniert und reich sind, wenn dieses Kartenhaus zusammenbricht.» Als zentrales Problem ent-

puppte sich die Bezahlstruktur: Seit den siebziger Jahren zahlen statt den Investoren die Anleihe-Emittenten für die Ratings, in jenem Fall also die Investmentbanken. Aus Angst, Kunden zu verlieren, verzichteten die Rating-Fachleute auf strengere Noten. Als ein Mitarbeiter diese bereits im November 2004 forderte, liess man ihn wissen: «Sie stimmen deinen Empfehlungen zu, lehnen sie aber ab, weil sie negative Folgen für das Geschäft befürchten.»

Die europäischen Regierungschefs berufen sich in diesen Tagen häufig auf das offenkundige Versagen der Rating-Agenturen auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt. Doch sie übersehen dabei, dass sie so gewissermassen die Rolle der Banken einnehmen, die damals Druck machten, gute Noten zu erhalten. Auch Regierungen bezahlen bis zu sechsstellige Summen für Ratings.

Der Interessenkonflikt wäre zu lösen. «Theoretisch wäre es sinnvoll, wenn derjenige für die Bewertung zahlt, der sie verwerten will», sagt Finanzprofessor Janssen. Dies könnte bei der Vermeidung künftiger Krisen hilfreicher sein als die jetzt diskutierte Einrichtung einer europäischen Rating-Agentur, über die auf Twitter bereits ein Witz kursiert: Man sollte sie am besten PIGS nennen, wie die vier Krisenstaaten. Purely Investment Grade Status. Also eine Agentur, die einfach nur Bestnoten vergibt.

Peinliche Fehler und schwere Versäumnisse

2001

Enron. Erst vier Tage vor der bis dahin grössten Insolvenz der US-Geschichte bewerteten die Rating-Agenturen den Energiekonzern Enron als spekulatives Investment. Dass es auch anders gegangen wäre, bewies James Chanos, bis dahin ein unbekannter Einzelkämpfer an der Wall Street: Er setzte monatelang auf einen Kursverfall von Enron. Als das Unternehmen pleiteging, verdiente Chanos ein Vermögen. Er verfügte nicht über Insiderinformationen, sondern hatte schlicht die Bilanz durchforstet und schwerwiegende Ungereimtheiten entdeckt – im Gegensatz zu den üppig besetzten Abteilungen der «grossen Drei».



Ehemaliges Hauptgebäude von Enron.

2003

Parmalat. Der Lebensmittelkonzern Parmalat musste Insolvenz anmelden, nachdem er seine schlechte finanzielle Position mit Bilanzfälschungen verschleierte hatte. Anschliessend machten Parmalat-Manager die Agentur S&P, die dem Unternehmen jahrelang gute Noten erteilt hatte, für das Debakel mitverantwortlich. Ein Gericht in Mailand gab ihnen recht: Vor wenigen Tagen fiel die Entscheidung, dass S&P sämtliche Gebühren zurückzahlen muss, die es von 2000 bis 2003 von Parmalat erhalten hatte. Die stolze Rechnung: 784 000 €.



Parmalat wirft S&P Versäumnisse vor.

2007

Hypothekenscheine. Einerseits halfen die Rating-Agenturen den Banken im Rahmen von Berateraufträgen, die Risiken von komplexen Wertpapieren zu verschleiern. Andererseits statteten sie ebenebene Papiere, in denen oft Hypotheken mit hoher Ausfallgefahr gebündelt wurden, bis Anfang 2007 mit Topnoten aus. Als das Kartenhaus zusammenbrach, geriet das globale Finanzsystem an den Rand des Abgrunds.

2009

Irland. Vermutlich wünschte sich Frank Gill im Nachhinein, er hätte dieses Radiointerview nie gegeben. Der S&P-Analyst äusserte angesichts der sich zuspitzenden Lage in Irland die Empfehlung, die Regierung brauche «neue Gesichter». Es folgte ein Sturm der Entrüstung. «Ich weiss nicht, was der Mann von der irischen Politik versteht», ätzte



Vermeintliche Idylle.

der damalige Ministerpräsident Brian Cowen. Letztlich blieb der Vorfall ohne weitreichende Folgen. Er illustriert jedoch die Machtexpansion der Rating-Agenturen. Wenn sich Analysten in politische Prozesse einmischen und Regierungswechsel fordern, bewegen sie sich weit über ihren Auftrag hinaus, die Bonität jener Länder zu bewerten. (smb.)

Alternatives Geschäftsmodell

Einer gegen die «grossen Drei»

An Selbstbewusstsein fehlt es Sean Egan nicht. Darf es auch nicht, schliesslich hat er den Kampf mit den drei grossen Rating-Agenturen aufgenommen. Während Moody's, Standard & Poor's und Fitch Tausende Analysten beschäftigen und in fast allen Ländern der Welt aktiv sind, verfügt der Rating-Rebell nur über ein bescheidenes Büro in Philadelphia. Seit 1995 gibt sein Bewertungsunternehmen Egan-Jones ebenfalls Berichte zur Kreditwürdigkeit von Anleiheemittenten heraus, etwa sieben pro Tag. Weniger ist mehr, davon ist Egan überzeugt: «Wir erklären besser und sind erfolgreicher.» Der bedeutende Unterschied: keine Interessenskonflikte. Im Gegensatz zu seinen grossen Rivalen, wie der Wall-Street-Veteran meint. «Wir sind so organisiert, dass wir auch widerspenstig sein können.»

Egan-Jones lässt sich nicht wie die anderen Rating-Agenturen von den Investmentbanken, Staaten oder Unternehmen bezahlen, sondern von den Investoren, die deren Papiere kaufen. Somit gerate seine Agentur nicht in das Dilemma, die Bewertung dieser Anleihen dem Auftraggeber zuliebe positiv ausfallen zu lassen, meint Egan.

Gegen Moody's hat Egan erst vergangene Woche wieder gepunktet. Er hatte Portugal schon Ende des vergan-

genen Jahres auf «non-investment grade» herabgesetzt. Moody's folgte am Mittwoch. Egan formuliert es so: «Sie haben es endlich auf unser Niveau gestuft.»

Er hält solche Treffer akribisch fest. Auf seiner Website hat er seinen Siegen gegen die grossen Drei einen eigenen Bereich gewidmet. Es ist eine Statistik darüber, wie häufig seine Analysten den anderen Rating-Agenturen die Schritte vorwegnehmen. 282-mal lag das Unternehmen demnach im vergangenen Jahr vor den Rivalen und nur in elf Fällen zogen die Grossen nicht nach. Das ergibt eine Quote von 96 Prozent, hält Egan fest.

Dass er fast obsessiv wirkt, wenn es um seine Konkurrenten geht, liegt an der Geschichte seines Unternehmens. Jahrelang bewarb sich Egan bei der US-Börsenaufsicht SEC darum, denselben Status zu erhalten wie die grossen Drei – vergeblich. Als 2001 der Energiekonzern Enron implodierte, verwies Egan darauf, er habe die Papiere einen Monat zuvor auf Junk gestuft. Kurz darauf brach der Telekomriese Worldcom ebenfalls wegen Bilanzmanipulation zusammen. In dem Fall hatte Egan-Jones schon zehn Monate zuvor gewarnt. Doch die SEC verweigerte Egan weiterhin die Anerkennung. Erst Ende 2007 erteilte sie den Status einer sogenannten NRSRO

Sean Egan

Der Rebell unter den Rating-Agenturen listet akribisch auf, wie oft er der Konkurrenz voraus ist. Die Liste ist lang.



(nationally recognized statistical rating organization»). Während der Finanzkrise wurde Egan-Jones mit frühen Warnungen vor der geringen Kreditwürdigkeit von Unternehmensanleihen bekannt – unter anderem bei Papieren von Lehman Brothers und Citigroup.

Egans persönliche Sternstunde kam, als er im Oktober 2008 vor dem US-Kongress in Washington seine geballte Kritik an dem seiner Meinung nach fehlerhaften Geschäftsmodell der Grossen vortragen konnte. Seitdem wird der kleinen Rating-Agentur in der Branche mehr Beachtung geschenkt. «Egan-Jones spielt erst seit drei Jahren wirklich eine Rolle», sagt Wirtschaftsprofessor Lawrence White von der New Yorker Stern School of Business.

Egans Modell hat Anhänger. «Für mich ist es die bessere Struktur, wenn Rating-Agenturen von Investoren bezahlt werden», sagt Alex Pollock von

der konservativen Denkfabrik American Enterprise Institute. Seiner Meinung nach sollten sich mehr Investoren zusammenschliessen und eigene Rating-Agenturen gründen, so dass am Ende ein Markt entstünde, auf dem Agenturen beider Geschäftsmodelle miteinander konkurrieren. Bisher gibt es neben Egan-Jones nur wenige andere kleine Rating-Agenturen, die ihr Geld von den Anlegern beziehen.

Diese Argumentation hat Sean Egan schon oft gehört und hält ihr entgegen: «Wir wissen nicht, welche Wertpapiere unsere Klienten besitzen. Das wollen wir auch gar nicht.» Schliesslich seien seine Kunden ja auch viel besser dran, wenn sie so früh wie möglich Bescheid wüssten, dass ihre Papiere sich verschlechtern. Dass die meisten Investoren noch immer blind auf das Urteil der drei grossen Agenturen vertrauten, mache ihn wütend: «Es ist ein solcher Wahnwitz, sich weiterhin auf befangene Gewährsleute zu verlassen», sagt Egan. Mit den Investoren hat er kein Mitleid: Schliesslich wüssten sie ja Bescheid, fügt der Bonitäts-Prüfer hinzu. Warum sie daraus keine unmittelbaren Konsequenzen zögen, bleibe ihm ein Rätsel. «Es sollte sich ändern – und es wird sich letztendlich ändern.» Sean Egan, Rating-Rebell, gibt nicht auf. Kim Bode, New York