

Welcher Zielfunktion folgt die Erstellung von Kreditratings? Implikationen für Finanzmarktstabilität und Regulierung

Prof. Dr. Christina E. Banner | Dr. Christian W. Hirsch

Seit Beginn der Finanzkrise im Sommer 2007 stehen Ratingagenturen im Mittelpunkt der öffentlichen Kritik. Man wirft ihnen durch Interessenskonflikte ausgelöste „Inflationierungen“ der ausgesprochenen Bonitätsurteile vor und befürchtet Wettbewerbsverzerrungen durch die starke Marktstellung der drei großen Agenturen Standard and Poor's, Moody's und Fitch [vgl. Bolton/Freixas/Shapiro 2011; Mählmann, 2011; Becker/Milbourn, 2011]. Insbesondere die Bewertung von Staatsanleihen scheint darüber hinaus geprägt von sprunghaften Ratingänderungen, die in nervösen Kapitalmärkten massive – und meist negative – Marktreaktionen auslösen [vgl. Banner 2010].

Unabhängig von der Frage, inwiefern die Kritik gerechtfertigt ist, macht die Diskussion deutlich, wie rudimentär das Verständnis für das Zustandekommen von Kreditratings ist. Aus diesem Grund versucht das durch das FIRM geförderte Projekt „Welcher Zielfunktion folgt die Erstellung von Kreditratings? Implikationen für Finanzmarktstabilität und Regulierung“ den Ratingprozess in seine Kernbestandteile zu zerlegen und somit besser nachvollziehbar zu machen.

Im Mittelpunkt des Projektes steht die Frage, welche Rolle öffentlich verfügbare Informationen für ein Ratingurteil spielen und wie groß demgegenüber der Einfluss von „weichen“ Informationen der Ratingagenturen ist. Tatsächlich haben Agenturen privilegierten Zugang zu Unternehmensinformationen. Sie sind beispielsweise von der US-Regulierung „Fair Disclosure“ (FD) ausgenommen. Diese schreibt vor, dass Unternehmen relevante Informationen zeitgleich allen Investoren zukommen lassen müssen. Darüber hinaus verfügen die Agenturen in hohem Maße über Erfahrungswerte und spezielle Expertise hinsichtlich der Bewertung der Kreditqualität. Die Frage, wann und in welchem Umfang sie diese nutzen, kann einen nicht unerheblichen Einfluss auf die ausgesprochenen Krediturteile haben und somit u. U. massiv die Kapitalmärkte beeinflussen.

Nur wenige wissenschaftliche Studien haben sich bisher mit der Frage befasst, wie die Bonitätsurteile der Ratingagenturen konkret zustande kommen. Da Kreditratings keine Aussage über die absolute Ausfallwahrscheinlichkeit machen, sondern lediglich – in Form einer Buchstabenkombination von AAA über AA, A, BBB etc. bis D – eine Reihung der Kreditnehmer hinsichtlich ihrer Bonität vornehmen, ist eine Analyse schwierig. Vergleicht man jedoch die Ratings unterschiedlicher Agenturen bezüglich ein und desselben Schuldners, so zeigen sich häufig tatsächlich Unterschiede. Im Rahmen einer früheren Arbeit konnten die Autoren des vorliegenden Beitrags auch zeigen, dass Ratingagenturen sogar selbst in Form von so genannten „Watchlists“ oder „Outlooks“ (d. h. längerfristigen Ausblicken

für das derzeitige Rating) zielgerichtet zusätzliche Informationen über die Bonität eines Kreditnehmers veröffentlichen [vgl. Banner/Hirsch, 2010]. Die verschiedenen Formen der Bonitätsurteile sowie die Heterogenität der Kreditratings selbst scheinen somit Ausdruck der Informationsvielfalt zu sein, die den Ratingprozess bestimmt.

Daten und Analyse

Kernziel des Forschungsprojektes ist es, zunächst detailliert die Aufspaltung der ein Rating bestimmenden Informationen in öffentlich verfügbare Information einerseits und weiche (private) Information andererseits zu untersuchen. Anschließend soll anhand des beobachteten Einsatzes weicher Informationen analysiert werden, welche Ziele die Agenturen mittels des Ratingprozesses verfolgen. Hierzu wird ein Datensatz bestehend aus S&P-Ratings US-amerikanischer Unternehmen im Zeitraum 1995 bis 2010 sowie den zugehörigen Bilanz- und Marktinformationen dieser Unternehmen auf Jahresbasis verwendet. Insgesamt umfasst der Datensatz 21.754 Unternehmens-Jahresdaten. Da die weiche Information der Ratingagenturen per definitionem nicht beobachtbar ist, besteht die Schwierigkeit der Fragestellung darin, aus den publizierten Unternehmensratings und den verfügbaren harten Informationen die weiche Information als Differenz herzuleiten. Dabei muss ausgeschlossen werden, dass eine beobachtete Differenz lediglich auf die Unkenntnis des Ratingmodells der Agenturen zurückzuführen ist. Um dieser Schwierigkeit zu begegnen, werden spezielle statistische Korrekturmodelle angewendet [vgl. Mundlak 1978]. Des Weiteren trägt die verwendete Analysemethode (Ordered-Probit-Modell) der Tatsache Rechnung, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Unternehmen nicht linear über die Ratingklassen hinweg verteilt sind. Konkret wird mit Hilfe eines statistischen Modells auf der Basis der öffentlich-verfügbaren Informationen eine Rating-Verteilung geschätzt. Das Ordered-Probit-Modell weist dabei nicht nur das „wahrscheinlichste“ Rating aus, sondern gibt auch an, mit welcher Wahrscheinlichkeit die übrigen Rating-Klassen mit den vorliegenden Unternehmensdaten belegt werden. Dies liefert eine wertvolle Zusatz-

information hinsichtlich der Präzision der öffentlichen Information: Je kleiner die Standardabweichung der Ordered-Probit-Schätzung, desto präziser ist die öffentliche Information, die in das Rating eingeht. Schließlich wird die Differenz zwischen dem tatsächlichen Rating, das von S&P für das jeweilige Unternehmen zum jeweiligen Zeitpunkt veröffentlicht wurde und dem geschätzten Rating ermittelt.

Der Hauptteil des Forschungsprojektes beschäftigt sich mit einer Ursachenanalyse für die auf diese Weise ermittelte Differenz. Eine positive Differenz spricht dabei für positive oder optimistische weiche Information der Ratingagentur, eine negative Differenz für negative oder pessimistische weiche Information. Kernziel der Arbeit ist es, herauszufinden, warum und in welcher Art die Agentur weiche Information in ihr Ratingurteil einfließen lässt.

Ergebnisse

Zunächst zeigt sich, dass eine relativ kleine Anzahl von Unternehmensvariablen ausreicht, um die von den Agenturen publizierten Kreditratings stabil zu simulieren. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um den Zinsdeckungsgrad, die Umsatzrendite sowie den Fremdfinanzierungsgrad unter den Bilanzdaten, darüber hinaus den Marktwert des Unternehmens und sein Markt-Beta unter den Marktdaten. Die Hinzunahme weiterer Variablen, u. a. auch makroökonomischer Daten, verbessert weder die Punktprognose des Ratings noch die Konfidenz der Schätzung.

Analysiert man nun die Differenz zwischen prognostizierten und tatsächlichen Ratings, so scheinen weiche Informationen verstärkt für Emittenten mit guter Bonität, d. h. mit Ratings im so genannten „investment grade“-Bereich oberhalb von Ba+, genutzt zu werden und weniger stark für Emittenten mit geringerer Bonität. Abb. 01 verdeutlicht diesen Zusammenhang.

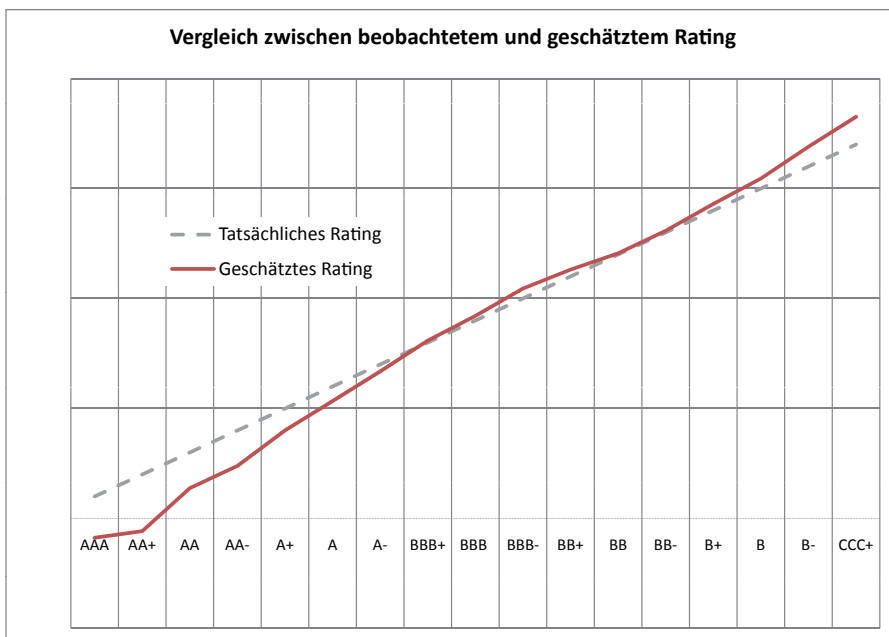
Im Fokus der Studie steht die Frage, welche Ziele die Verwendung weicher Informationen in der Raterstellung verfolgt. In diesem

Sinne werden unterschiedliche Hypothesen getestet. In Anlehnung an die im Mittelpunkt der allgemeinen Kritik stehenden Interessenskonflikte wird beispielsweise untersucht, ob die Länge der Geschäftsbeziehung zu dem jeweiligen Emittenten einen Einfluss hat. Interessanterweise zeigt sich jedoch in Bezug auf diese Variable sogar ein leicht negativer Effekt: Ratingagenturen scheinen umso konservativer zu agieren, je länger sie ein Unternehmen bereits bewerten. Im Gegensatz zur Interessenskonflikt-Hypothese scheinen Agenturen somit eher negative weiche Informationen zu nutzen, wenn sie bereits lange in Beziehungen zu einem Unternehmen stehen.

Eine zweite Hypothese testet, ob der geringe Wettbewerbsdruck unter den Agenturen einen speziellen Effekt auf die Nutzung weicher Informationen hat. Dies lässt sich jedoch nicht belegen. Es scheint somit kaum Gefahr zu bestehen, dass Agenturen – beispielsweise um Marktanteile zu gewinnen – mittels der Nutzung positiver weicher Informationen ein besseres Rating veröffentlichen, als es den harten Informationen entsprechen würde.

Vielmehr spielen zwei andere Ursachenkanäle eine weit bedeutendere Rolle für die Raterstellung: Zum einen scheinen Unternehmen für ein höheres Maß an Transparenz durch positive weiche Information in ihrem Rating belohnt zu werden. Konkret erhalten sowohl Unternehmen, deren Vermögensstruktur leichter bewertbar ist, bessere Bonitätsnoten als auch solche Unternehmen, die ihre Bilanzierung stärker an Transparenzkriterien ausrichten. Zum anderen scheinen Ratingagenturen verstärkt auf weiche Informationen zurückzugreifen, wenn die harten Informationen zu unpräzise oder unsicher erscheinen. In solchen Situationen tendieren Ratingagenturen dazu, eher etwas bessere Rating-Urteile auszusprechen. Interessanterweise kann gezeigt werden, dass dies insbesondere für Unternehmen gilt, die in naher Zukunft größere Mengen an Fremdkapital refinanzieren müssen. Für diese Unternehmen hätte eine Ratingverschlechterung direkte Konsequenzen, da ihre Refinanzierungskosten dadurch

Abb. 01: Tatsächliches Rating und auf der Basis öffentlicher Informationen geschätztes Rating



stark ansteigen würden. Der Anstieg der Finanzierungskosten würde wiederum ihre Kreditqualität weiter verschlechtern und könnte im schlimmsten Fall eine so genannte „Todesspirale“ in Gang setzen. Die Ergebnisse der Studie liefern somit einen ersten Hinweis darauf, dass Ratingagenturen die Auswirkungen ihrer Ratings auf die Kapitalmärkte durchaus antizipieren und berücksichtigen. Feedback-Effekte vom Markt auf die Bonität der Unternehmen scheinen somit tatsächlich eine bedeutende Rolle zu spielen.

Fazit

Durch private Informationen induzierte Rating-Änderungen beeinflussen nicht nur den Anleihe-Markt und damit die Anleihe-Kosten, sondern betreffen die bewerteten Unternehmen in weit größerem Ausmaß. Bannier und Wiemann [vgl. Bannier/Wiemann 2011] zeigen, dass viele Unternehmen auch die Konditionen ihrer Bankkredite an die Ratings von Agenturen binden. Dies erlaubt den Banken beispielsweise, eine Rating-Verschlechterung sofort mit Zinsaufschlägen zu ahnden. Neben weiteren regulatorischen Vorgaben, die institutionellen Investoren beispielsweise nur Anlagen mit bestimmten Mindestratings erlauben, ist auch dies eine Erklärung, warum Ratingagenturen die Auswirkungen ihrer Ratings bereits bei der Rating-Erstellung berücksichtigen müssen. Das beschriebene Forschungsprojekt zeigt, dass sich dieser Feedback-Effekt tatsächlich in den beobachteten Ratings nachweisen lässt.

Negative Konsequenz dieser Feedback-Effekte ist jedoch, dass Agenturen veranlasst sind, Rating-Verschlechterungen erst dann vorzunehmen, wenn sie unausweichlich geworden sind. Insbesondere bei der Bewertung von Staatsanleihen kann dies jedoch leicht zu enormen Marktverwerfungen führen, die sogar in weitere Ansteckungseffekte münden können. Um dies zu vermeiden, sollten nicht nur rating-basierte regulatorische Vorgaben eingedämmt werden, wie es im Dodd-Frank Act bereits praktiziert wird, sondern auch marktinterne Feedback-Effekte weitestgehend reduziert werden. Erreicht werden kann dies, indem Marktteilnehmer angehalten werden, zusätzlich zu den Ratings der Agenturen eigene Analysen durchzuführen. Die Eigenverantwortung der Marktteilnehmer könnte darüber hinaus gestärkt werden, indem die Agenturen zusätzlich zum Rating – als Aussage über die erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit – zu einer Angabe über die Standardabweichung eben dieser Wahrscheinlichkeitsverteilung angehalten werden. Ein „unsicheres“ Rating würde die Investoren sicherlich leicht zu eigenen, weiter gehenden Analysen der Kreditqualität veranlassen.

Literatur

Bannier, C., [2010]: *Stabilität versus Aktualität – Wann sind stabile Agency-Ratings marktbasierter Bewertungen vorzuziehen?*, in: *Kredit und Kapital*, Nr. 3/2010, S. 349-374.

Bannier, C./Hirsch, C. [2010]: *The economic function of credit rating agencies – what does the watchlist tell us?*, in: *Journal of Banking and Finance* Vol. 34(2010)/H. 12, S. 3037-3049.

Bannier, C./Wiemann, M. [2011]: *Accounting-based versus rating-based performance pricing in bank loan contracts*; Working Paper; Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main 2011.

Becker, B./Milbourn, T. [2011]: *How did increased competition affect credit ratings?*, in: *Journal of Financial Economics* Vol. 101(2011)/H. 3, S. 493-514.

Bolton, P./Freixas, X./Shapiro, J. [2011]: *The credit ratings game*; erscheint in: *Journal of Finance*.

Mahlmann, T. [2011]: *Is there a Relationship Benefit in Credit Ratings?*, in: *Review of Finance* Vol. 15(2011)/H. 3, S. 475-510.

Mundlak, Y. [1978]: *On the pooling of time series and cross section data*, in: *Econometrica* Vol. 46(1978)/H. 1, S. 69-85.

Autoren



Prof. Dr. Christina E. Bannier, Head of Finance Department, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main



Dr. Christian W. Hirsch, Goethe-Universität Frankfurt am Main