

Deutscher Bundestag
Finanzausschuss
Eduard Oswald – Vorsitzender
Platz der Republik 1
11011 Berlin

Professur für Finanzen und Ökonomie
Prof. Dr. Roman Inderst

Mertonstr. 17, D-60054 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69-798 23443
Telefax: +49 (0)69-798 23455
E-Mail: sekretariat.inderst@finance.uni-frankfurt.de

21. Februar 2008

Stellungnahme zum Fachgespräch „Rolle und Verantwortung der Ratingagenturen im aktuellen Finanzmarktgeschehen“ (13. Februar 2008)

Sehr geehrte Mitglieder des Finanzausschusses,

ich möchte hiermit meine Ausführungen, die ich in der Anhörung machen konnte, noch einmal schriftlich, in kurz gefasster Form festhalten. Für weitere Auskünfte stehe ich Ihnen selbstverständlich jederzeit zur Verfügung.

Überblick

Ich sehe in vielen Punkten weit weniger zusätzlichen Regulierungsbedarf als andere Beobachter. Allerdings sehe ich in einem Punkt einen möglicherweise stärkeren Korrekturbedarf. Meines Erachtens wird gerade dieser Punkt in der aktuellen Diskussion *fast vollständig übersehen*.

Dies betrifft die *Verwendung* von Ratings in der Finanzaufsicht. Zwar haben Ratingagenturen eine fundamentale Rolle weit über die Verwendung ihrer Bonitätsurteile in der Finanzaufsicht hinaus. Die Verwendung von Ratings in der Finanzaufsicht bietet allerdings nicht nur einen natürlichen Ansatzpunkt für einen korrektiven Eingriff. Man setzt hier auch gerade an den *drei* Punkten an (siehe die Handlungsempfehlungen 1-3 im laufenden Text), an denen primär die Legitimation eines (zusätzlichen) staatlichen Eingriffs festzumachen ist: i) den Schutz von „Retail Investoren“ (daher dem Vermögen von Kleinanlegern und privaten Haushalten); ii) der Abwehr von „systemischem Risiko“; iii) und dem Abbau von Wettbewerbsbarrieren.

Ausgangspunkt I: Ratingagenturen werden selbst nachbessern – aber unzureichend

In meinen Ausführungen gehe ich bereits davon aus, dass die Ratingagenturen in ihrem eigenen Interesse folgende Maßnahmen unternehmen werden: i) für die betroffenen strukturierten Produkte die Rating-Methoden grundsätzlich zu

überdenken; ii) selbst durch die Bonitätsbewertung auf die Gestaltung transparenterer Produkte einzuwirken; und iii) Interessenskonflikte transparenter zu machen oder besser zu vermeiden.

Zu i) Die Bonitätsbewertung strukturierter Produkte beruht weit mehr auf der (richtigen) Wahl von komplexen Finanzmodellen als dies bei der Bewertung von „plain vanilla“ Produkten wie etwa Unternehmensanleihen der Fall ist. Zum Teil sind hierbei detaillierte Annahmen über das (strategische) Insolvenzverhalten von (US) Haushalten zu machen, sowie über die Kreditvergabepraxis der betroffenen Banken und ihrer Broker. Als Konsequenz nimmt damit das Modellrisiko zu, d.h. das Risiko, dass das verwendete Modell nicht richtig spezifiziert wurde. Diese Problematik ist nicht neu und muss insbesondere auch den Ratingagenturen aufgrund der bisherigen Erfahrungen (z.B. mit Hypotheken auf US-Fertighäuser Ende der 90er Jahre) bekannt gewesen sein.

Zu ii) Vielen Marktteilnehmern scheint nicht transparent gewesen zu sein, ob und in welchem Umfang die einen Kredit initiiierende Bank (d.h. der „originator“) nach der Verbriefung noch selbst am Ausfallrisiko beteiligt war. Ein solches Einbehalten eines „Restrisikos“ ist wichtig, um sogenannte „Agency Probleme“ zu reduzieren. Beispielsweise hat eine Bank, die selbst bei einer Insolvenz eines Haushaltes die erste Tranche des Verlustes decken muss (und daher die „toxic tranche“ behalten hat), weit weniger Anreize, ihre Kreditvergabestandards zu senken.

Ich gehe davon aus, dass Ratingagenturen in der Zukunft bei der Bonitätsvergabe auch diesen Faktor miteinbeziehen und möglicherweise in der laufenden Bewertung überwachen werden. Dadurch sinkt das „adverse selection“ Risiko im Sekundärmarkt erheblich, d.h. das Risiko, dass ein Käufer am Ende nur die schlechtesten Risiken erhält. Dies wird sich positiv auf die Liquidität der gehandelten Produkte und damit auf die Marktstabilität auswirken.

Zu iii) Die Interessenskonflikte von Ratingagenturen als profitmaximierende Unternehmen im Spannungsfeld zwischen Investoren und Emittenten sind nicht vollständig lösbar. Ich gehe davon aus, dass die Agenturen selbst noch stärker auf Transparenz sowie die klare Separierung ihrer verschiedenen Geschäftssparten achten werden. Aus deutscher Sicht besteht hier meines Erachtens weder der Bedarf noch die Möglichkeit für einen nationalen Alleingang, da hier bereits die amerikanische Aufsichtsbehörde (SEC) Verschärfungen vorgenommen hat. (Zudem ist ein in diesem Punkt verschärfter Verhaltenskodex durch die internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) zu erwarten.)

Bei komplexen strukturierten Produkten ist davon auszugehen, dass sowohl der Emittent als auch die Ratingagenturen Spezialwissen über das Ausfallrisiko besitzen. Das Wissen beider Seiten muss zusammenfließen, um eine adäquate Bonitätsbeurteilung sicherstellen zu können. Der Übergang zu einer primären Beratungsleistung, die auf die *Gestaltung* eines Produktes zur Erlangung eines bestimmten Bonitätsurteils ausgerichtet ist, wird immer fließend bleiben.

Während ich daher ein Nachbessern der Ratingagenturen in all diesen Punkten (i bis iii) erwarte, sollte ebenfalls klar sein, dass die gleichen Fehler in Zukunft bei neuen Produkten und in einer „heißen Geschäftsphase“ *wieder* gemacht werden können: Das Modellrisiko wird wieder ignoriert oder unterbewertet werden; und in einer Phase rapiden Wachstums einer Produktparte, in der der Verkauf und das

schnelle Weiterreichen dieser Produkten im Vordergrund steht, ist zu befürchten, dass die Transparenz der Bonitätsurteile und die Integrität des Rating-Prozesses wohl immer zu einem bestimmten Grade kompromittiert wird.

Ausgangspunkt II: Wie bestimmt sich Regulierungsbedarf?

Es kann nicht Ziel von Regulierung und Finanzaufsicht sein, institutionelle Anleger *per se* vor der Übernahme von Risiken und daher möglichen Verlusten zu schützen. Im Gegenteil: Die gegenwärtige Krise hat auch den „reinigenden“ Effekt, mangelndes Know-How und fehlgeleitete Anreize bei manchen Entscheidungsträgern aufzudecken. Die Teilnehmer in einer innovativen Marktwirtschaft müssen auch hohe (Finanz-)Risiken übernehmen können, allerdings dann auch die Konsequenzen tragen.

Staatliche Aufsicht bzw. die Verschärfung von Aufsicht und Regulierung kann meines Erachtens im vorliegenden Fall nur dann *prinzipiell* gerechtfertigt werden, falls:

- i) „Retail Investoren“ betroffen sind;
- ii) systemisches Risiko von erheblichem Ausmaß vermieden werden muss;
- iii) oder Marktmacht (bzw. Marktmachtmissbrauch) konstatiert wird.

Schutz von „Retail Investoren“

Hierzu einige sehr knappe Ausführungen: Soll sichergestellt werden, dass gewisses Vermögen (z.B. gebundenes Vermögen von Versicherungen oder andere Sondervermögen) im Interesse der betroffenen privaten Haushalte („Retail Investoren“) auch sicher angelegt wird, so sollten Ratings nur dann zum Einsatz kommen, falls sie sich auf „plain vanilla“ Produkte mit etablierter Rating-Historie beziehen, wie beispielsweise Unternehmensanleihen.

Dies schließt selbstverständlich die meisten strukturierten Produkte aus.

Zwar scheint das Problem zur Zeit noch nicht akut zu sein; für die Zukunft sollte aber vor dem Hintergrund der aktuellen Krise ein klarer Strich gezogen werden zwischen Produkten, die durch ein Rating der höchsten Bonitätsstufe auch nachweislich als sicher gelten und Produkten, bei der auch ein solches Rating noch nicht genügen darf. Da die entsprechenden institutionellen Anleger wohl nicht selbst den Bonitätsnachweis, z.B. für einen „Collateral Pool“ bei einem Verbriefungsprodukt, erbringen werden, werden diese dann natürlich als Investorenklasse für diese Produkte ausfallen.

- ⇒ **Handlungsempfehlung 1:** Für die Zukunft gilt es die Verwendung von Ratings für den Investorenschutz zu überdenken.

Systemisches Risiko

Dass die *Aktionäre* von Banken, die sich mit strukturierten Produkten verspekuliert haben, auch in erheblichem Maße geschädigt wurden, macht noch kein öffentliches Interesse aus. Im Gegenteil: Damit die Gemeinschaft nicht direkt für den Schaden weniger Investoren und Manager aufkommen muss oder aber indirekt durch überzogene Maßnahmen, die die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandortes beeinträchtigen würden, in Mitleidenschaft gerät, *muss* eine

klare und analytisch saubere Legitimation für jeglichen Eingriff im Sinne eines solchen „öffentlichen Interesses“ gegeben sein.

Die Gefahr von systemischem Risiko ist die hauptsächliche (bzw. in den Augen der meisten kritischen Beobachter sogar die einzige) Legitimation für die Sonderrolle der Finanzaufsicht. Als kurze Illustration: Kommt eine Bank in Schieflage, so vermindert sich dadurch auch der Wert der Verbindlichkeiten, die andere Banken an dieser halten. Werden dann zunehmend die entsprechenden kurzfristigen Verbindlichkeiten zurückgezogen, so kann es insgesamt zu einer Kettenreaktion kommen, durch die der Wert *jeder* betroffenen Bank *sukzessive* ausgehöhlt wird. Solche „melt-downs“ sind wahrscheinlicher, je höher die Gesamtverschuldung und je intransparenter die Verschuldungs- und Vermögenspositionen der beteiligten Akteure sind.

Die Einführung von Basel II ist ein wichtiger Schritt, das Risiko solcher Szenarien zu reduzieren (siehe allerdings weiter unten). Viele der intransparenten („off balance sheet“) Operationen, die von den Banken in Zweckgesellschaften durchgeführt wurden, waren in dieser Art und Weise nur unter Basel I möglich oder profitabel (d.h. sie erlaubten es, die Transaktion mit weniger oder sogar keinem Kapital zu unterlegen). Basel II legt den Banken zusätzliche Veröffentlichungspflichten auf, insbesondere auch über die gehaltenen Risiken aus strukturierten Produkten. Allerdings ist die jährliche Offenlegung vor dem Hintergrund der aktuellen Ereignisse wohl weniger befriedigend. (Sie stellt auch eine Abweichung von den ursprünglichen Basler Vorgaben dar.)

Basel II läuft allerdings auch Gefahr, durch die zu erwartende stärkere Verwendung von Ratings das systemische Risiko zu *verschärfen*. Ich halte diesen Punkt für besonders wichtig und sehe hier auch auf nationaler Ebene durchaus Handlungsbedarf und Anpassungsmöglichkeiten.

In der aktuellen Krise scheinen die Ratingagenturen gewisse Risikoaspekte der betrachteten strukturierten Produkte nicht berücksichtigt zu haben, insbesondere das Risiko, ob diese Produkte jederzeit wieder zu einem „fairen“ Marktpreis handelbar sind. Für das systemische Risiko sind allerdings auch diese Risikofaktoren (d.h. die Volatilität des zukünftigen Marktpreises oder aber überhaupt die Existenz eines solchen Marktes) von zentraler Bedeutung.

- ⇒ **Handlungsempfehlung 2:** Für Basel II gilt es grundsätzlich zu überdenken, ob die verwendeten Ratings auch das „systemische Risiko“, dessen Einschränkung ja das primäre Ziel von Finanzaufsicht sein muss, adäquat abbilden.

Wettbewerb

In der einschlägigen internationalen wissenschaftlichen Literatur hielt sich lange Zeit die Auffassung, dass Wettbewerb dazu führt, dass Finanzakteure bereitwilliger Risiken eingehen. Es scheint mir, dass diese Sichtweise auch lange Zeit von den Praktikern in der Finanzaufsicht geteilt wurde. Die grundsätzliche Überlegung ist hierbei die folgende: Die Erwartung hoher zukünftiger (Monopol-)Gewinne, der so genannte Franchise- oder Charter-Value, wäre demnach förderlich oder sogar nötig, damit die entsprechenden Marktteilnehmer sich im laufenden Geschäft konform und „prudent“, d.h. eher konservativ, verhalten.

Weder im Allgemeinen noch in Bezug auf Ratingagenturen teile ich diese Auffassung. Die Auffassung, dass die Rating-Qualität unter mehr Wettbewerb leiden könnte, entbehrt einer *robusten* empirischen sowie theoretisch-formalen Grundlage. Neuere Ergebnisse der international rezipierten Forschung - denn nur diese kann heutzutage das „Bonitätsurteil“ der Wissenschaftlichkeit erhalten - legen sogar das Gegenteil nahe. (Siehe auch für Details den Gastkommentar „Mehr Wettbewerb für Ratingagenturen“ im Handelsblatt vom 22. November 2007.)

Auch vor diesem Hintergrund ist es mehr als ratsam, alle künstlich geschaffenen Eintrittsbarrieren in den Markt der Ratingagenturen abzubauen. In Europa sollte man sich hier durchgehend dem Schritt der USA anschließen und ein *offeneres* und *transparenteres Zulassungsverfahren* für Ratingagenturen, deren Bonitätsurteile auch für Regulierung und Finanzaufsicht Verwendung finden, etablieren.

⇒ **Handlungsempfehlung 3:** Auf nationaler Ebene sollte ein offenes und transparentes Anerkennungsverfahren für Ratingagenturen das aktuelle rein „designatorische“ Verfahren ersetzen.

Zugegebenermaßen ist nicht zu erwarten, dass durch diesen Schritt sich in naher Zukunft die Marktanteile massiv verschieben werden. Die Zulassungsbehörden müssen zudem einen hohen Standard mit laufender Kontrolle beibehalten.

Die Etablierung eines offeneren Verfahrens in allen wichtigen Ländern könnte allerdings insgesamt für mehr Marktdisziplin sorgen. Mit genügend Mitteln ausgestattet könnte dann ein breiter Markteintritt auch für einen Neuling eher gelingen. Zudem wären dann in einer Krise wie der jetzigen, in der die Reputation der Oligopolisten angeschlagen ist, die Chancen für kleine aber bereits registrierte Ratingagenturen, schnell Marktanteile hinzuzugewinnen, höher.

Abschließende Bemerkungen

Es kann keinen Schnellschluss von den hohen Verlusten, die vor allem Grossbanken mit strukturierten Produkten erlitten haben, auf einen zusätzlichen Regulierungs- und Aufsichtsbedarf der an diesem Geschäft maßgeblich beteiligten Ratingagenturen geben. Um überhaupt die Notwendigkeit und Möglichkeiten einer verbesserten Aufsicht und Regulierung, die auch die Ratingagenturen (stärker) mit einbezieht, erfassen zu können, muss man sich zunächst über die Rolle von Ratingagenturen sowie die Rolle von Aufsicht und Regulierung im Finanzwesen klar werden. Wollte man institutionelle Investoren vor ihren eigenen Fehlurteilen bei der Verwendung von Ratings schützen, so würden meines Erachtens die gesellschaftlichen Kosten von „Staats- und Regulierungsversagen“ weitaus höher wiegen.

Wie ich in dieser Stellungnahme ausgeführt habe, sollte stattdessen die öffentlich sanktionierte und vorgeschriebene Verwendung von Ratings sowie das damit einhergehende Zulassungsverfahren neu überdacht werden. Es kann durchaus sein, dass durch bestehende Eingriffe der Finanzaufsicht und Regulierung erst Probleme entstehen oder Probleme verschärft werden, die dann eben nicht durch *zusätzliche* Regulierung und Aufsicht anzugehen sind, sondern durch eine Korrektur der ursprünglich verursachten Verzerrungen. Die gegebenen Handlungsempfehlungen 1-3 zeigen solche Korrekturmöglichkeiten auf.

Mit freundlichen Grüßen
Prof. Dr. Roman Inderst