

Die Ratingagenturen

Vortrag vor dem Rotary Club Bremen am 25. Juli 2011

Meine lieben rotarischen Freunde,

die Ratingnoten der Ratingagenturen sind seit der Finanzmarktkrise stark kritisiert worden. In jüngster Zeit müssen wir nach der Lektüre der Zeitungen und nach den Aussagen unserer Politiker glauben, dass nicht die Griechen das Problem sind, sondern eine Verschwörung der angelsächsischen Ratingagenturen. Nun, ich bin kein Vertreter dieser Unternehmen, möchte aber ein wenig Licht in diesen Nebel bringen.

Josef Joffe formulierte in der vergangenen Woche im Handelsblatt:

„Wie würden wir jemanden nennen, der sein Thermometer zertrümmert, weil er sich über den Frosteinbruch ärgert – oder seinen Rauchmelder abhängt, weil ihn das Piepsen nervt? ‚Irrational‘ – und ihm raten, zur Pelzmütze zu greifen oder das anbrennende Schnitzel vom Herd zu nehmen.

So irrational verhalten sich die Wutpolitiker gegenüber den Ratingagenturen Moody’s, Standard & Poor’s und Fitch.“

Das Verhalten der Politiker kann man nur verstehen, wenn man weiß, dass die Schuldabwälzung zum Geschäftsmodell der Politik gehört.

I. Die Ratingagenturen

Moody’s Investors Service und Moody's Analytics gehört zu der an der New York Stock Exchange gelisteten Moody’s Corporation und ist eine von der US-amerikanischen Finanzaufsicht SEC seit 1975 anerkannte Ratingagentur. Die Agentur wurde 1909 von John Moody gegründet. Damals lieferte die Agentur Ratings zu Eisenbahn-Anleihen gegen Bezahlung an Investoren. 1914 wurde die Moody’s Investor Services gegründet. Seit 1970 verlangt Moody's die Gebühren nicht mehr von den Investoren, sondern von den Emittenten. Bis März 2009 besaß Warren Buffett 48 Millionen Aktien von Moody’s, danach verkaufte er sie bis auf acht Millionen. Damit liegt sein Anteil am Unternehmen nun bei 17 Prozent.

Fitch Ratings ist eine Ratingagentur mit Firmensitzen in New York und London. Die Gründung des Unternehmens unter dem Firmennamen Fitch Publishing Company erfolgte am 24. Dezember 1913 durch John Knowles Fitch. 1997 fusionierte das Unternehmen mit dem in London befindlichen Unternehmen IBCA Limited. Das Unternehmen ist eine der sechs in Deutschland für die bankaufsichtliche Risikogewichtung anerkannte Agenturen. Fitch Ratings ist eine Tochtergesellschaft der Fimalac-Holding, die wiederum mehrheitlich dem französischen Geschäftsmann Marc Ladreit de Lacharrière gehört.

Standard and Poor’s Corporation (S&P) ist eine Tochtergesellschaft von McGraw-Hill mit Sitz in New York. Die Gründung erfolgte 1941.

II. Ratings von Moody's, Fitch Ratings und Standard & Poor's

Moody's	Fitch Ratings	Standard & Poor's	Definition
Investmentklassen (Investment Grade)			
Aaa	AAA	AAA	Beste Qualität, geringstes Ausfallrisiko, außergewöhnlich gute Bonität
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	Hohe Qualität, sehr gute Bonität, aber etwas größeres Risiko als die Spitzen-gruppe
A1 A2 A3	A+ A A-	A+ A A-	Gute Bonität, aber etwas anfälliger für negative Auswirkungen aufgrund von Veränderungen im Umfeld
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Mittlere Qualität, aber mangelnder Schutz gegen die Einflüsse sich verändernder Wirtschaftsentwicklung

Spekulationsklassen (Non-Investment Grade)			
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Spekulative Anlage, nur mäßige Deckung für Zins- und Tilgungsleistung
B1 B2 B3	B+ B B-	B+ B B-	Sehr spekulativ, geringe Bonität, hohes Risiko eines Zahlungsausfalls
Caa1 Caa2 Caa3 Ca C	CCC	CCC+ CCC CCC- CC C	Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz, in Zahlungsverzug oder in direkter Gefahr des Verzugs
	DDD DD D	D	Der Schuldner ist bereits in Zahlungsverzug oder hat Insolvenz angemeldet

III. Die Ratingverfahren

Ratingverfahren sind ein Hilfsmittel zur Bonitätseinschätzung von Krediten von Unternehmen und Staaten, die – entgegen landläufig gepflegten Vorurteilen – kein maschinell exaktes Er-

gebnis aus Zahlenfriedhöfen der Jahresabschlussanalyse herausdestillieren, sondern neben dem Finanzrating mit einem hohen Gewicht qualitative Faktoren bewerten.

1. Qualitatives Rating

Die qualitativen Faktoren nehmen einen bedeutenden Platz im Aufbau aller Ratingverfahren ein, und dies hat gute Gründe:

- Qualitative Merkmale, wie etwa die Beurteilung des Absatzmarktes oder des Managements, sind viel stärker in die Zukunft gerichtet als quantitative Merkmale (Bilanz- und Erfolgszahlen).
- Qualitative Merkmale liefern einen hohen Erklärungsgehalt, wenn es darum geht, sich als erfolgreiches Unternehmen am Markt zu behaupten.
- Gerade im qualitativen Bereich werden erfahrungsgemäß eingeleitete Verbesserungsmaßnahmen (soweit sie sich als notwendig erweisen) am frühesten erkennbar und damit bewertbar.

Die Beurteilung der qualitativen Faktoren ist zugleich eine Chance, sich mit den Stärken und Schwächen des eigenen Unternehmens auseinanderzusetzen und damit letztlich den künftigen Unternehmenserfolg zu sichern. Ein gutes Abschneiden beim qualitativen Rating kann bares Geld bedeuten, denn das Rating bestimmt zusammen mit der Besicherung die Höhe der Risikoprämie und damit einen wesentlichen Teil der Kreditkonditionen.

Was sind nun die wichtigsten Faktoren, die im Rahmen des qualitativen Ratings bewertet werden? Generell werden in das Rating alle Aspekte aufgenommen, die neben einer betriebswirtschaftlichen Relevanz einen signifikanten, das heißt statistisch messbaren, Einfluss auf das Ausfallrisiko beziehungsweise Insolvenzrisiko haben. Die Bedeutung der Untersuchungsbereiche variiert je nach Unternehmen. So wird beispielsweise bei einem Handelsbetrieb die Bewertung von Forschung und Entwicklung eine geringere Rolle spielen als bei einem pharmazeutischen Unternehmen. Betrachtungsschwerpunkte können beispielsweise sein:

Qualitativer Bereich	Schwerpunkte
	▶ Informationspolitik
Planung und Steuerung	▶ Planung
	▶ Controlling
	▶ Unternehmensstrategie
Unternehmensführung	▶ Management
	▶ Personal
	▶ Produkt
	▶ Individuelle Marktstellung
Markt und Produkt	▶ Allgemeine Branchenentwicklung
	▶ Absatzmarkt
	▶ Abhängigkeiten/ Spezifische Risiken
	▶ Organisation
	▶ Forschung und Entwicklung
Wertschöpfungskette	▶ Einkauf und Lagerhaltung
	▶ Produktion/ Leistungserstellung
	▶ Marketing und Vertrieb

Tabelle 1: Betrachtungsschwerpunkte beim qualitativen Rating

2. Finanzrating

Im Finanzrating wird anhand ausgewählter Kennziffern der Vergangenheit aus der Jahresabschlussanalyse die Kapitalstruktur, die Selbstfinanzierungskraft und Ähnliches beurteilt. Die Auswahl und Gewichtung der Kennzahlen basiert auf einer umfassenden Analyse historischer Daten. Damit soll die Prognosequalität des Kennzahlensystems optimiert werden. Insofern stellen die Details Betriebsgeheimnisse dar, die nicht publiziert werden.

Auch wenn die Verwendung und Gewichtung einzelner Kennzahlen von den Ratingagenturen (für die externen Ratings) oder auch einzelnen Kreditinstituten (für die internen Ratings) als Betriebsge-

heimnis gehütet werden, so sind doch offensichtlich einige wesentliche Kennzahlen wichtig für die Ratingergebnisse¹:

- **Messung der Profitabilität:**
 - ▶ Einkommen vor Steuern und vor Zinsen
 - ▶ Operatives Ergebnis im Verhältnis zum Umsatz
 - ▶ Ergebnisse pro Geschäftssegment
 - ▶ Deckung der Zinsen durch das Operative Ergebnis aus fortgeführten Geschäften – Zinsdeckung
- **Messung der Vermögensstruktur:**
 - ▶ Gesamtverschuldung im Verhältnis zur Bilanzsumme – Verschuldungsgrad im engeren Sinn
 - ▶ Gesamtverschuldung plus außerbilanzielle Verbindlichkeiten im Verhältnis zur Bilanzsumme plus außerbilanzielle Verbindlichkeiten – Verschuldungsgrad im weiteren Sinn
 - ▶ Operativer Cash Flow im Verhältnis zur Gesamtverschuldung
- **Cash Flow-Kennzahlen:**
 - ▶ Gesamtverschuldung im Verhältnis zum operativen Cash Flow
 - ▶ Deckung der Zinsen durch das Operative Ergebnis aus fortgeführten Geschäften – Zinsdeckung
 - ▶ Deckung von Zins und Tilgung durch das Operative Ergebnis – Kapitaldienstdeckung
 - ▶ Frei verfügbarer Cash Flow im Verhältnis zum Kapitaldienst

Die Erfahrung des Verfassers geht dahin, dass in der Tendenz Cash Flow-orientierte Kennzahlen eine höhere Aussagekraft für die Bonitätsanalyse haben als andere, eher gestaltbare Kennzahlen.

IV. Die Risikokomponente bei Unternehmens- und Staatsanleihen

Der Zins einer Anleihe besteht aus dem Marktzins und einem Risikoaufschlag für die individuelle Anleihe. Der Risikoaufschlag setzt sich aus zwei Komponenten zusammen:

- dem Ausmaß des Risikos und
- dem Preis des Risikos.

Das *Ausmaß des Risikos* kann anhand verschiedener Kriterien bewertet werden und ist eine Funktion von Bonität, Laufzeit, Besicherung und unternehmensspezifischer Faktoren.

- Je nach der durch das Rating des Unternehmens ausgedrückten Bonität des Unternehmens ist ein Zinsaufschlag oder auch Credit Spread vom Emittenten (=Kreditnehmer) zu

¹ Siehe auch Standard & Poor's (2010a): Corporate Ratings Criteria 2008 (Standard & Poor's, New York), Zugriff am 28. August 2010 Seite 52 sowie Baetge, Jörg (2002): Die Früherkennung von Unternehmenskrisen anhand von Abschlusskennzahlen: Rückblick und Standortbestimmung, *Der Betrieb*, Seite 2281-2287, Seite 2285.

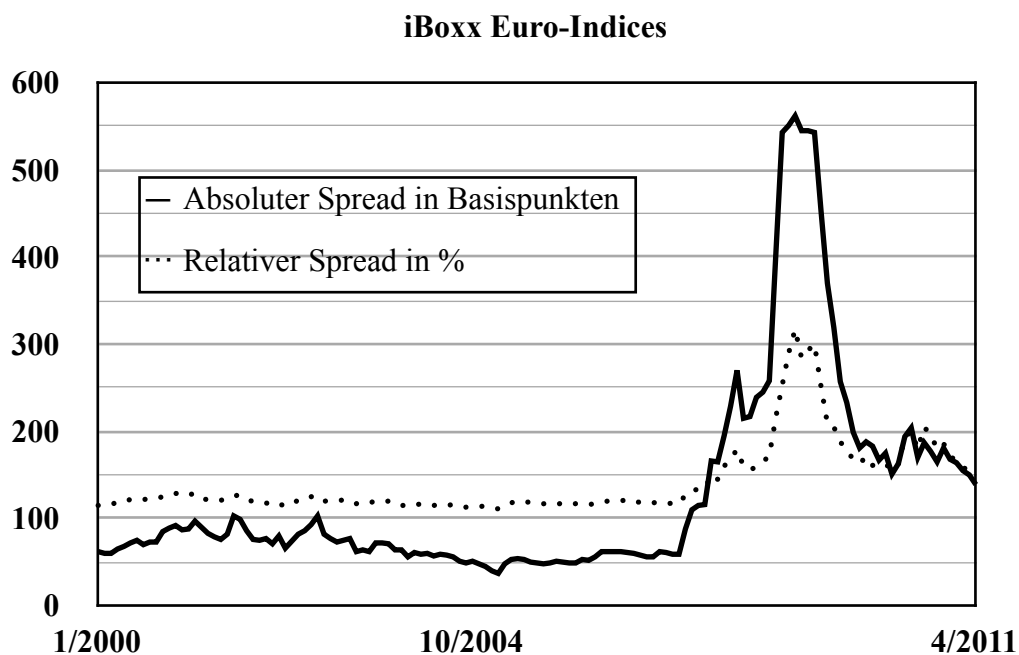
bezahlen. Rating und Credit Spread sind dabei nicht linear verbunden. Das zeigt sich besonders bei Corporate Bonds mit einem Rating von BBB- und niedriger, bei denen exponentiell steigende Credit Spreads zu beobachten sind. Dies liegt daran, dass in den Ratings Ausfallwahrscheinlichkeiten abgebildet werden und diese exponentiell ansteigen.

- Vernünftigerweise steigt das Risiko und damit der Credit Spread mit zunehmender Laufzeit an.
- Je geringer die Besicherung des Corporate Bonds um so höher ist damit das Risiko und dementsprechend der Credit Spread.
- Darüber hinaus spielen auch noch unternehmensspezifische Faktoren eine Rolle für die Bestimmung des Risikos und damit des Credit Spreads.

Neben dem Ausmaß des Risikos ist der *Preis des Risikos* für die Höhe des Credit Spreads entscheidend. Dieser schwankt im Zeitablauf und hängt von verschiedenen Faktoren ab:

- dem „Risikoappetit“ der Investoren,
- dem Wirtschaftswachstum,
- eventuellen geopolitischen Unsicherheiten,
- dem Zinsniveau,
- der Situation des Banksystems (Kreditklemme) und so weiter.

Eine Vorstellung, wie stark der Preis des Risikos schwanken kann, vermittelt die folgende Abbildung:



Quelle: Barclays Capital, eigene Berechnungen

Abbildung 1: Absolute und relative Credit Spreads von Euro-Corporate Bonds (seit 2000)

In der Abbildung 1 ist die Entwicklung der Rendite-Differenz von 7-10-jährigen A gerateten Corporate Bonds auf deutsche Staatsanleihen der entsprechenden Laufzeit dargestellt. Dabei wurden zwei verschiedene Darstellungsarten gewählt: Zum Einen wurde der Credit Spread als Differenz der Renditen von Corporate Bonds und Staatsanleihen dargestellt, zum Anderen wurden die Renditen der Corporate Bonds durch die Renditen der Staatsanleihen dividiert. Durch diese Darstellungsart kann man den Credit Spread auf die Rendite der Staatsanleihen normieren und damit um den Einfluss des Renditeniveaus bereinigen.

Wie sich zeigt, ist der Credit Spread in der normierten Darstellung deutlich stabiler als in der Differenzendarstellung. Daraus lässt sich ableiten, dass auch die absolute Höhe der Renditen einen Einfluss auf die Höhe der Credit Spreads hat. Mit anderen Worten: Bei einer Rendite von acht Prozent ist ein Credit Spread von zwei Prozent etwas anderes als bei einer Rendite von nur drei Prozent.

V. Nutzung der Ratinginformationen

Das Akzeptanzproblem liegt teilweise bei den Ratingagenturen, die insbesondere Bonitätsverschlechterungen nicht rechtzeitig in ihren Ratingnoten abgebildet haben. Teilweise liegt das Problem aber auch in der **Informationsverkürzung von Seiten der Nutzer** dieser Informationen. **Unbestritten ist jedoch, dass ein organisierter Kapitalmarkt dringend Institutionen benötigt, die die Bonität von Schuldnerunternehmen analysieren und diese Ergebnisse den potenziellen Gläubigern zugänglich machen. Die Alternative läge nur darin, dass entweder die Gläubiger ihre Mittel ohne Bonitätsprüfung zur Verfügung stellen würden (wozu sie in der Regel nicht bereit sein werden) oder in einer aufwendigen Bonitätsprüfung durch jeden einzelnen Gläubiger. Insbesondere für kleinere Gläubiger, die vielleicht nur geringe Beträge in Corporate Bonds investieren wollen, wäre eine solche Bonitätsprüfung entweder nicht zu leisten oder die Kosten dafür ständen in keinem vertretbarem Verhältnis zu den angebotenen Zinserträgen. Deshalb ist es sinnvoll, dass die potenziellen Gläubiger auf dem organisierten Kapitalmarkt die Aufgabe der laufenden Bonitätsprüfung beziehungsweise des Monitorings auf spezialisierte Institutionen delegieren.**

Natürlich können Ratingnoten keine Gewähr für ein bestimmtes Zukunftsszenario bieten, aber sie halten doch einige wichtige Anhaltspunkte zur Entscheidungsunterstützung bereit. So können sie beispielsweise aus der Vergangenheit abgeleitete Informationen über die voraussichtliche Dauer bis zu einem Kreditereignis oder Default (Tabelle 2), die Ausfallwahrscheinlichkeit der Kredite (Tabelle 3) oder die Wahrscheinlichkeit einer Ratingveränderung beziehungsweise einer Ratingmigration (Tabellen 4 und 5) bieten. Diese Informationen kann der Entscheidungsträger als wichtige **Ergänzungen zu seinen Investmententscheidungen** heranziehen.

Ursprüngliches Rating	Kreditereignisse (Defaults)	Durchschnittliche Zahl an Jahren vom ursprünglichen Rating* bis zum Kreditereignis
AAA	7	16,4
AA	25	15,1
A	84	12,4
BBB	176	7,9
BB	486	6,3
B	1.048	4,7
CCC-C	107	2,7
Summe	1.933	5,8

* oder der 31. Dezember 1980; es zählt, was später ist

Quelle: Standard & Poor's (2010b), Table 10

Tabelle 2: Zeit vom ursprünglichen Rating bis zum Kreditereignis, für weltweite Unternehmenspleiten (1981-2009)

Ein Kreditereignis oder auch Default (englisch: Nichterfüllung) wird von den Ratingagenturen bei der ersten Zahlungsstörung auf irgendeine finanzielle Verpflichtung angenommen.² Dabei bedeutet ein Default noch nicht einen vollständigen Zahlungsausfall, da unternehmerische Sanierungssituationen entweder erfolgreich restrukturiert werden können oder aber bei der Verwertung des Unternehmensvermögens Gelder eingesammelt werden, die als Insolvenzquote an die Gläubiger ausgekehrt werden (so genannte Recovery Rate). Die Tabelle 2 bestätigt die intuitive Vermutung, dass es um so länger bis zu einem Default dauert, je besser die Unternehmensbonität ist.

² Siehe Standard & Poor's (2010b): Default, Transition, and Recovery: 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions (Standard & Poor's, New York), Zugriff am 26. August 2010 Appendix 1:

„A default is recorded on the first occurrence of a payment default on any financial obligation, rated or unrated, other than a financial obligation subject to a bona fide commercial dispute; an exception occurs when an interest payment missed on the due date is made within the grace period. Preferred stock is not considered a financial obligation; thus, a missed preferred stock dividend is not normally equated with default. Distressed exchanges, on the other hand, are considered defaults whenever the debt holders are coerced into accepting substitute instruments with lower coupons, longer maturities, or any other diminished financial terms.

Issue ratings are usually revised to 'D' following a company's default on the corresponding obligation.“

Rating	Zeithorizont (in Jahren)			
	1	5	10	15
AAA	0,00	0,39	0,82	1,14
AA	0,02	0,33	0,74	1,02
A	0,08	0,72	1,97	2,99
BBB	0,26	2,53	5,60	8,36
BB	0,97	9,51	17,45	21,57
B	4,93	22,30	30,82	35,74
CCC-C	27,98	48,05	53,41	57,28
Investment Grade	0,13	1,24	2,80	4,04
Speculative Grade	4,44	17,90	25,96	30,45
Alle	1,63	6,90	10,45	12,60

Quelle: Standard & Poor's (2010b), Table 24

Tabelle 3: Weltweite durchschnittliche kumulative Ausfallwahrscheinlichkeiten von Corporate Bonds (1981-2009)

Die Tabelle 3 zeigt die kumulativen Ausfallwahrscheinlichkeiten für Corporate Bonds. Die Vergangenheitsdaten geben einen Anhaltspunkt dafür, wie die Ausfallwahrscheinlichkeiten auch in der Zukunft sein könnten, wenn keine größeren Marktverwerfungen eintreten. Es wird deutlich, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten sowohl mit einer verschlechternder Bonität als auch mit einer längeren Laufzeit steigen. Auch hier wird also die Intuition bestätigt.

In den Jahren 2008 und 2009 sind die Lehman Brothers Holdings Inc. mit Forderungen in Höhe von 144 Milliarden US-\$ und Ford Motor Co. mit 71 Milliarden US-\$ die größten Defaults gewesen.³ Diese Unternehmen sind jedoch nicht plötzlich in den Default beziehungsweise in die Pleite gerutscht, sondern sie sind das Ergebnis einer in der Regel längeren Entwicklung. Die folgende Tabelle zeigt eine solche Ratingmigration für den Zeitraum eines Jahres.

³ Siehe Ibid. Table 5

		Migrationsmatrix für ein Jahr							
von/ zu	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC-C	D	nicht ge-rated
AAA	88,21	7,73	0,52	0,06	0,08	0,03	0,06	0,00	3,31
AA	0,56	86,60	8,10	0,55	0,06	0,09	0,02	0,02	4,00
A	0,04	1,95	87,05	5,47	0,40	0,16	0,02	0,08	4,83
BBB	0,01	0,14	3,76	84,16	4,13	0,70	0,16	0,26	6,68
BB	0,02	0,05	0,18	5,17	75,52	7,48	0,79	0,97	9,82
B	0,00	0,04	0,15	0,24	5,43	72,73	4,65	4,93	11,83
CCC-C	0,00	0,00	0,21	0,31	0,88	11,28	44,98	27,90	14,37

Quelle: Standard & Poor's (2010b), Table 34

Tabelle 4: Durchschnittliche Ein-Jahres-Ratingmigrationsmatrix für weltweite Corporate Bonds (1981-2009)

		Migrationsmatrix für zehn Jahre							
von/ zu	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC-C	D	nicht ge-rated
AAA	29,88	26,74	10,28	3,51	0,15	0,00	0,04	0,66	28,75
AA	1,55	29,04	27,83	7,44	1,14	0,37	0,02	0,81	31,80
A	0,17	5,81	33,98	16,91	3,30	1,10	0,11	1,98	36,65
BBB	0,04	1,30	10,67	28,55	7,24	2,75	0,27	5,76	43,42
BB	0,03	0,10	2,17	11,32	12,31	6,79	0,66	19,16	47,47
B	0,00	0,03	0,76	2,80	6,20	6,81	0,96	33,57	48,86
CCC-C	0,00	0,00	0,27	0,68	4,07	2,30	0,41	54,07	38,21

Quelle: Standard & Poor's (2010b), Table 39

Tabelle 5: Durchschnittliche Zehn-Jahres-Ratingmigrationsmatrix für weltweite Corporate Bonds (1981-2009)

Es wird deutlich, dass die meisten Unternehmen auf Sicht eines Jahres in ihrer Ratingklasse bleiben. Dabei rutschen einige gute Unternehmen in schlechtere Ratings ab, während einige schlechte

Unternehmen auch besser werden können. Diese relative Stabilität löst sich jedoch im Zeitablauf auf, was beispielhaft an der obigen Tabelle 5 deutlich wird.

Die Kosten der Außenfinanzierung (Kredite, Corporate Bonds und Beteiligungen) sind einer der wichtigsten Faktoren, die die Finanzierungsentscheidungen nichtfinanzieller Unternehmen bestimmen. Sie werden in hohem Maße durch das Bonitätsrisiko des Kreditnehmers und das Niveau der „risikofreien“ Marktzinsen bestimmt. In den „risikofreien“ Marktzinsen spiegeln sich auf lange Sicht tendenziell vor allem die gesamtwirtschaftlichen Erwartungen der Marktteilnehmer und insbesondere deren Inflations- und Wachstumserwartungen wider.

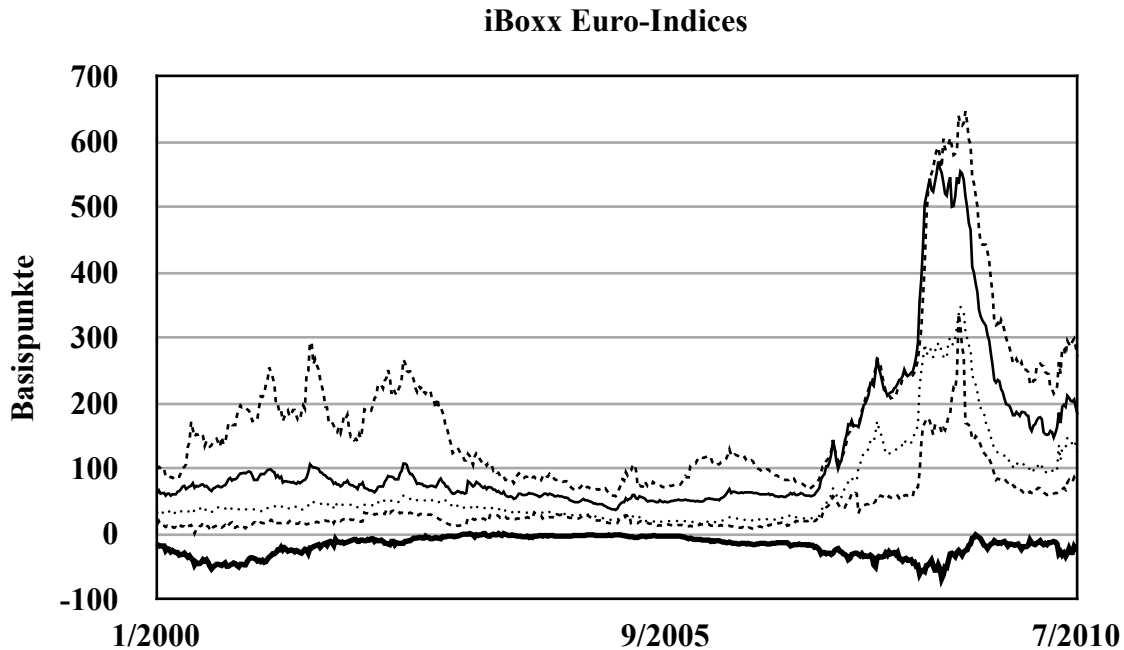
Auf die Finanzierungsraten der Unternehmen wirken sich aber auch die Risikopräferenzen der Kapitalanleger und andere spezifische Faktoren aus, die im Wesentlichen aus Informationsasymmetrien zwischen Kreditnehmern und Kreditgebern resultieren. Diesbezüglich können Änderungen der allgemeinen Risikoeinschätzung der Marktakteure zu einer Veränderung der Marktzinsen und dadurch der Finanzierungsraten der Unternehmen führen. Schließlich können auch Spillover-Effekte von anderen Märkten die Finanzierungskosten beeinflussen. So können etwa die Preise und die Volatilität anderer Finanzwerte (zum Beispiel Aktien) auf die Kurse von Corporate Bonds einwirken.

Die Analyse der **Credit Spreads** zwischen den Zinsen für Bank- oder marktbasierete Kredite und den Zinssätzen für „risikofreie“ Anlagen gibt in der Regel Aufschluss über die Kreditrisikoprämie, die ein Unternehmen für die Beschaffung von Fremdkapital zahlen muss. Credit Spreads liefern nicht nur Erkenntnisse darüber, wie der Markt die Wahrscheinlichkeit von Verlusten durch den Ausfall eines Unternehmens einschätzt, sondern sie hängen auch von Liquiditäts- und Steuererwägungen sowie – im Fall von Bankkrediten – von einer gegebenenfalls bereits bestehenden Geschäftsbeziehung zwischen der Bank und dem Kreditnehmer ab.

Neben den Credit Spreads von Bankkrediten bieten die Credit Spreads für Unternehmensanleihen, die als Differenz zwischen der Rendite von Corporate Bonds und den Zinssätzen für „risikofreie“ Anleihen definiert sind, eine wichtige Informationsquelle zu den Kreditmärkten für jene Unternehmen, die regelmäßig Anleihen auflegen.

Die Entwicklung der Credit Spreads verschiedener Corporate Bonds im Euro-Gebiet seit 1998 zeigt, dass sich der Renditeabstand bei Anleihen mit BBB-Rating und hochverzinslichen Anleihen zwischen den Jahren 2000 und 2002 deutlich erhöht hat. Dies war auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, darunter auch die Terroranschläge vom September 2001 in den USA und mehrere Bilanzskandale im Jahr 2002, die überwiegend in den USA, aber auch in Europa aufgedeckt wurden. Im Jahr 2003 brachten das zunehmende Vertrauen der Märkte und die schwindende Unsicherheit allerdings eine rasche Korrektur der Credit Spreads von Anleihen mit sich, und im Laufe des Jahres 2007 erreichten die Credit Spreads für Corporate Bonds ihr niedrigstes Niveau seit der Einführung des Euro. Seit der Finanzmarktkrise ab 2007 haben die Credit Spreads allerdings sehr schnell ungeahnte Höhen erklommen, um dann wieder langsam abzustiegen. Dies wird aus der folgenden Abbildung deutlich:

- Germany 7-10 Jahre
- Corporates AA 7-10 Jahre
- Corporates BBB 7-10 Jahre
- Corporates AAA 7-10 Jahre
- Corporates A 7-10 Jahre



Quelle: Barclays Capital (weekly swap spreads)

Abbildung 2: Credit Spread-Entwicklung bei Corporate Bonds (seit 2000)

VI. Fazit

Ein organisierter Kapitalmarkt benötigt dringend Institutionen, die die Bonität von Schuldnerunternehmen und Staaten analysieren und diese Ergebnisse den potenziellen Gläubigern zugänglich machen. Die Alternative läge nur darin, dass entweder die Gläubiger ihre Mittel ohne Bonitätsprüfung zur Verfügung stellen würden (wozu sie in der Regel nicht bereit sein werden) oder in einer aufwendigen Bonitätsprüfung durch jeden einzelnen Gläubiger. Insbesondere für kleinere Gläubiger, die vielleicht nur geringe Beträge investieren wollen, wäre eine solche Bonitätsprüfung entweder nicht zu leisten oder die Kosten dafür ständen in keinem vertretbarem Verhältnis zu den angebotenen Zinserträgen. Deshalb ist es sinnvoll, dass die potenziellen Gläubiger auf dem organisierten Kapitalmarkt die Aufgabe der laufenden Bonitätsprüfung auf spezialisierte Institutionen delegieren.

Private Selbstverantwortung und Haftung sind auch bei Kreditgeschäften das effektivere Tandem als eine staatliche Bevormundung. Die Noten der Ratingagenturen müssten wie Gütesiegel der Verbraucherschutzorganisationen oder andere Prüfzertifikate behandelt werden. Man kann sie beachten, man darf aber nicht gezwungen werden. Ihre Urteile sollten also nur noch zu einer Meinungsäußerung unter mehreren werden, auf die hören mag, wer hören will.

Letztlich gilt aber immer (auf neugriechisch): Don't kill the messenger!

Bibliografie

Baetge, Jörg (2002): Die Früherkennung von Unternehmenskrisen anhand von Abschlusskennzahlen: Rückblick und Standortbestimmung, *Der Betrieb*, Seite 2281-2287

Standard & Poor's (2010a): Corporate Ratings Criteria 2008 (Standard & Poor's, New York), Zugriff am 28. August 2010

Standard & Poor's (2010b): Default, Transition, and Recovery: 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions (Standard & Poor's, New York), Zugriff am 26. August 2010