

Schaetzle, Dominik

Working Paper

Ökonomische Funktionen von Ratingagenturen: Ratingagenturen in der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie

Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität
Münster, No. 113

Provided in Cooperation with:

Universität Münster, Institut für Genossenschaftswesen (IfG)

Suggested Citation: Schaetzle, Dominik (2011) : Ökonomische Funktionen von Ratingagenturen:
Ratingagenturen in der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie, Arbeitspapiere des Instituts
für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, No. 113, Westfälische
Wilhelms-Universität Münster, Institut für Genossenschaftswesen (IfG), Münster

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/55765>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen
Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle
Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich
machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen
(insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten,
gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort
genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal
and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to
exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the
internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content
Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise
further usage rights as specified in the indicated licence.*

ARBEITSPAPIERE
des Instituts für Genossenschaftswesen
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster

Ökonomische Funktionen von Ratingagenturen
Ratingagenturen in der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie

von Dominik Schätzle

Nr. 113 ■ Juni 2010

Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Institut für Genossenschaftswesen
Am Stadtgraben 9 ■ D-48143 Münster
Tel. ++49 (0) 2 51/83-2 28 01 ■ Fax ++49 (0) 2 51/83-2 28 04
info@ifg-muenster.de ■ www.ifg-muenster.de

Vorwort

Ratingagenturen weisen eine lange Tradition auf. Ihre Einflussmöglichkeiten auf Finanzierungs- und Vermögensanlageentscheidungen sind stark ausgeprägt. Dies zeigt sich etwa aktuell im Zusammenhang mit der Verschuldungskrise mehrerer EU-Staaten. In noch frischer Erinnerung ist die Rolle der Ratingagenturen in der globalen Finanzmarktkrise. Nicht erst im Zusammenhang mit dieser erfolgte von zahlreichen Akteuren starke Kritik an ihren Aktivitäten. Dabei sind ihr Ursprung und ihre Funktion geprägt durch eine sehr wichtige Aufgabe, nämlich die Beseitigung von Informationsasymmetrien und damit eine Erhöhung der Wohlfahrt, die mit Finanztransaktionen verbunden ist.

In diesem IfG-Arbeitspapier von Dominik Schätzle, das aus seiner IfG-Masterarbeit hervorgegangen ist, wird die ökonomische Funktion der Ratingagenturen auf der Grundlage der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie analysiert. Im Mittelpunkt stehen Fremdfinanzierungsbeziehungen. Es wird untersucht, inwiefern die Ratingagenturen zu einer Verringerung von Problemen in solchen Beziehungen beitragen können. Zusätzlich wird analysiert, welche Faktoren einer wirksamen Verringerung der Informationsasymmetrien zwischen Fremdkapitalgeber und -nehmer entgegenstehen können. Welche Mechanismen existieren, die disziplinierend auf die Aktivitäten der Ratingagenturen wirken und somit die Qualität der Ratings erhöhen können? Es handelt sich in Summe um Fragen, deren Beantwortung zu leisten ist bevor die regulatorischen Rahmenbedingungen für Ratingagenturen festgezurr werden.

Das Arbeitspapier entstammt dem „IfG-Forschungscluster I: Institutionenökonomische Analysen“. Kommentare und Anregungen sind herzlich willkommen.



Univ.-Prof. Dr. Theresia Theurl

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	I
Inhaltsverzeichnis	II
Abbildungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis	III
1 Einleitung	1
2 Ratings durch Ratingagenturen.....	2
3 Ratingagenturen im Kontext der Neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie.....	4
3.1 Merkmale einer Fremdfinanzierungsbeziehung.....	4
3.2 Rating als Instrument zur Reduzierung von Agency- Problemen	8
3.2.1 Wirkung eines Ratings auf die Informationsverteilung	9
3.2.2 Rating als Signaling Instrument.....	10
3.2.3 Rating als Screening Indikator	12
3.2.4 Rating zur Verringerung der ex post Informationsasymmetrien.....	13
3.3 Zusätzliche Prinzipal-Agenten-Beziehungen unter Berücksichtigung von Ratingagenturen	16
3.3.1 Kreditgeber und Ratingagentur	17
3.3.2 Abhängigkeit einer Ratingagentur vom Kreditnehmer	18
3.3.3 Ausnutzung von Insiderwissen.....	21
3.3.4 Mangelnder Ressourceneinsatz.....	22
3.3.5 Subjektiver Charakter eines Ratings	24
3.4 Reputationsmechanismus zur Verringerung der Agency Problemen.....	26
4 Schlussfolgerung	31
Literaturverzeichnis	33

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1 Wirkung eines Ratings auf die Informationsverteilung	9
Abb. 2 Zusätzliche Prinzipal-Agenten-Beziehungen unter Berücksichtigung von Ratingagenturen.....	17
Abb. 3 Agency-Probleme durch Ratingagentur und mögliche Lösung ..	31

Tabellenverzeichnis

Tab. 1 Übersicht der Eigenschaften von Moody´s, S&P und Fitch.....	4
Tab. 2 Informationsasymmetrien innerhalb einer Fremdfinanzierungs- beziehung	5

1 Einleitung

Der Ursprung der heute bekannten, global tätigen Ratingagenturen Moody's Investor Service, Standard & Poors (S&P) sowie Fitch Ratings (Fitch) ist auf den Beginn des 20. Jahrhunderts zurückzuführen, als die Nachfrage nach detaillierten Kreditnehmerinformationen sowohl von Seiten der Anleger als auch von den Aufsichtsbehörden stieg.¹ Durch das Bereitstellen einer komprimierten Einschätzung der Kreditwürdigkeit eines Fremdkapitalnehmers oder dessen emittierter Finanztitel durch ein Rating² können die Ratingagenturen zu einer Reduzierung der Informationsasymmetrien zwischen Fremdkapitalgeber und -nehmer beitragen.³ Obgleich sich die Tätigkeiten der Ratingagenturen lange Zeit auf den amerikanischen Markt beschränkten, erhöhte sich deren Relevanz in den 1970er Jahren durch die Expansion der globalen Kapitalmärkte und die Entstehung des Euromarktes auch außerhalb der USA.⁴

Die Fähigkeiten der Ratingagenturen sowie die Qualität und Aktualität ihrer Ratings wurden in der Vergangenheit jedoch häufig kritisiert.⁵ So werden sie durch die Vergabe von fehlerhaften Ratings für strukturierte Finanzprodukte als Mitverursacher für die Finanzmarktkrise 2008 mitverantwortlich gemacht und sollen im Zuge der Euro-Schuldenkrise durch die Abstufung der Länderbonitätsnoten zu einer Verschärfung der Situation von Ländern mit Finanzproblemen beigetragen haben.⁶ Im Zuge dieser Kritik werden zunehmend eine Regulierung der Ratingagenturen und eine staatliche Aufsicht der Aktivitäten der Ratingagenturen gefordert.⁷

Im Rahmen der Diskussion über die Regulierung und Aufsicht von Ratingagenturen steht jedoch meist keine ausführliche Erörterung der ökonomischen Aufgaben einer Ratingagentur auf den weltweiten Finanzmärkten im Mittelpunkt. Infolgedessen ist die Zielsetzung dieser Arbeit, die Funktion der Ratingagenturen ökonomisch unter Zuhilfenahme der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie zu analysieren. Dabei steht die Funktion der Agenturen innerhalb einer Fremdfinanzierungsbe-

¹ Vgl. SYLLA (2002), S. 25.

² Vgl. FROST (2007), S. 470.

³ Vgl. WHITE (2002), S. 43-44.

⁴ Vgl. HEINKE (2000), S. 315, LEVICH ET AL. (2002), S. 1, SYLLA (2002), S. 33.

⁵ Vgl. FROST (2007), S. 470, MAY (2010), S. 2822, WHITE (2010), S. 218.

⁶ Vgl. O.V. (2011).

⁷ Vgl. BECKER (2010), S. 941. Näheres zu den Regulierungsanstrengungen siehe u.a. WHITE (2010), S. 222.

ziehung zwischen Kreditgeber und -nehmer im Fokus dieser Analyse.⁸ Hierfür erfolgt nach einer Darlegung der Tätigkeiten der Ratingagenturen sowie der Marktstruktur auf dem Ratingmarkt (Kapitel 2) eine Analyse möglicher Probleme innerhalb einer Fremdfinanzierungsbeziehung im Kontext der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie. Aufbauend darauf wird analysiert, inwiefern die Ratingagenturen zu einer Verringerung dieser Probleme beitragen können, sowie Problemfelder dargelegt, die einer wirksamen Verringerung der Informationsasymmetrien zwischen Fremdkapitalgeber und -nehmer entgegenstehen können. Basierend auf diesen Erkenntnissen wird untersucht, welche Mechanismen vorherrschen, die disziplinierend auf die Ratingagenturen wirken und somit die Qualität der Ratings gewährleisten können (Kapitel 3). Abgeschlossen wird diese Arbeit durch eine kompakte Zusammenfassung der vorhergehenden Analyse (Kapitel 4).

2 Ratings durch Ratingagenturen

Ein Kreditrating einer Ratingagentur⁹ stellt eine Bonitätsbeurteilung/-einschätzung von Finanztiteln oder von Wirtschaftssubjekten dar und wird mithilfe von Ratingsymbolen auf einer Ordinalskala (Ratingskala) abgebildet. Dabei kann jedem Ratingsymbol eine spezifische Definition der Bonität eines Emittenten oder einer Emission zugeordnet werden.¹⁰ Dadurch erfolgt eine komprimierte Einschätzung des mit einem Finanztitel/Emittenten einhergehenden Bonitätsrisikos, wodurch ein Rating einen informativen Charakter für einen Ratingnutzer erhält.¹¹ Dabei handelt es sich um eine relative Einschätzung des Bonitätsrisikos, sodass Emissionen/Emittenten einer Ratingkategorie ähnliche Bonitätsrisiken aufweisen, wohingegen Emissionen/Emittenten der übergeordneten (untergeordneten) Kategorie durch ein geringeres (höheres) Zahlungsausfallrisiko charakterisiert sind. Infolgedessen kennzeichnet ein AAA/Aaa Rating die höchste Bonitätsstufe, die im Vergleich zu niedriger eingestuften Emissionen/Emittenten durch eine außergewöhnliche finanzielle Sicherheit hinsichtlich der Zins- und Tilgungszahlungen gekennzeichnet ist.

⁸ Die Ratingagenturen nehmen zusätzlich eine Funktion für Aufsichtsbehörden ein. Für einen Überblick dazu siehe u.a. EVERLING (2010), S. 636.

⁹ Hierbei handelt es sich um ein externes Rating. Dagegen werden interne Ratings individuell durch Kreditgeber (z.B. Kreditinstitute) zur Bestimmung der Kreditwürdigkeit eines Fremdkapitalnehmers erstellt und i.d.R. nicht publiziert. Vgl. WIEBEN (2004), S. 6, RUDOLPH (2006), S. 404.

¹⁰ Vgl. EVERLING (1991a), S. 21-24, 35, STEINER (1992), S. 509-510. HEINKE (1998), S. 21, SERFLING (2007), S. 713, EVERLING (1995), S. 1757, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 7, EVERLING (2010), S. 637.

¹¹ Vgl. EVERLING (1991a), S. 21-24, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 7.

Dagegen stellt das Ratingsymbol D/C die niedrigste Ratingkategorie dar, wobei bei solchen Emissionen/Emittenten möglicherweise bereits Zahlungsstörungen eingetreten sind.

Zu unterscheiden gilt es jedoch, ob ein Rating auf Antrag gegen Gebühr (beauftragtes Rating) oder ohne Antrag des Emittenten (unbeauftragtes Rating) durchgeführt wird. Der Unterschied zwischen diesen beiden Ratingarten ist dabei nicht in der Ratinganalyse zu sehen, sondern in den Informationen, die innerhalb eines Ratings verarbeitet werden. So basiert ein unbeauftragtes Rating meist auf öffentlich zugänglichen Informationen, wohingegen bei einem beauftragten Rating unternehmensinterne Informationen durch den persönlichen Kontakt innerhalb des Ratingverfahrens mit dem Kreditnehmer berücksichtigt werden.¹² Dabei geben die Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch bei Veröffentlichung eines Ratings bekannt, wer der Initiator des Ratings ist, und bei einem unbeauftragten Rating, ob der Emittent aktiv im Ratingprozess mitgewirkt hat.¹³

Die Struktur auf dem Ratingmarkt kann als beschränktes Oligopol charakterisiert werden, in dem wenige dominante Anbieter und eine Vielzahl kleiner Nischenanbieter vorzufinden sind.¹⁴ So verfügen die Ratingagentur Moody's und S&P über einen, am Umsatz gemessenen, Marktanteil von jeweils ca. 40 %. Daneben weist die Agentur Fitch einen Marktanteil von ca. 16 % auf.¹⁵ Im Gegensatz zu diesen Dreien sind die vielen anderen Ratingagenturen relativ klein und haben sich v.a. auf Marktnischen (z.B. bestimmte Branchen, Länder, Regionen, Mittelstand etc.) konzentriert.¹⁶ Des Weiteren kennzeichnet sich der Ratingmarkt durch einen eher gering ausgeprägten Wettbewerb unter den drei großen Ratingagenturen.¹⁷ Folgende Tabelle gibt einen kurzen Überblick über die drei dominierenden Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch:

¹² Vgl. EVERLING (1991a), S. 55, WHITE (2002), S. 47, DIMITRAKOPOULOS, SPAHR (2004), S. 211-212, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 8-9. Bei einem unbeauftragten Rating wird dem jeweiligen Emittenten die Teilnahme am Ratingprozess angeboten. Vgl. MOODY'S (2010a), S. 2.

¹³ Vgl. S&P (2006), S. 13, MOODY'S (2010a), S. 2.

¹⁴ Vgl. EVERLING (1996), S. 6, KLEY (2004), S. 3-4, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 14. Eine Erhebung aus dem Jahr 2000 determiniert die weltweite Anzahl an Ratingagenturen auf 130-150. Vgl. ESTRELLA ET AL. (2000), S. 14.

¹⁵ Vgl. GRAS (2003), S. 15, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 14.

¹⁶ Bspw. hat sich die Agentur A.M.BEST auf die Erstellung von Ratings für Versicherungsunternehmen spezialisiert. Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 14.

¹⁷ Vgl. LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 407-408.

	MOODY'S	S&P	FITCH
Mutterunternehmen	Selbständig seit 2000 und börsennotiert	McGRAW HILL INC., New York	FIMALAC S.A., Paris
Gegründet	1909	1916	1924
Kreditanalysten	1.126	1.081	1.057
Umsatz 2009 (in Mio. \$)	1.797	2.610	559
Niederlassung (inkl. Partnerunternehmen)	27	25	36
Globaler Marktanteil (gemessen am Umsatz)	39%	40%	16%
Kosten eines Ratings	Ab ca. 20.000 \$ Fixum und zusätzliche variable (abhängig vom Emissionsvolumen) Vergütung mit jährlichen Folgekosten		

Tab. 1 Übersicht der Eigenschaften von Moody's, S&P und Fitch

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an

WAPPENSCHMIDT (2009), S. 15 und WHITE (2010), S. 217.18

3 Ratingagenturen im Kontext der Neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie

Die Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie betrachtet neben den Kosten für die Beschaffung, Auswertung und Übertragung von Informationen die Informationsasymmetrien zwischen den Finanzmarktteilnehmern.¹⁹ Dabei werden die Probleme, die aufgrund der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Fremdkapitalgeber und -nehmer entstehen, anhand der Prinzipal-Agenten-Theorie dargelegt, um darauf aufbauend zu analysieren, inwiefern diese Probleme durch Ratingagenturen reduziert werden können. Im Anschluss daran werden mögliche Probleme identifiziert, die sich durch die Existenz von Ratingagenturen und deren Zwischenschaltung in einer Finanzierungsbeziehung ergeben können. Abschließend wird dargelegt, inwiefern die durch eine Ratingagentur entstehenden Probleme verringert werden können.

3.1 Merkmale einer Fremdfinanzierungsbeziehung

Zu Beginn einer Fremdfinanzierungsbeziehung überträgt ein Kreditgeber dem Kreditnehmer finanzielle Mittel, die durch den letzteren zu einem späteren Zeitpunkt in Form von Zins- und Tilgungszahlungen zurückbezahlt werden.²⁰ Dies stellt somit im Kontext der Prinzipal-Agenten-

¹⁸ Näheres zu den Umsatzzahlen der Agenturen im Jahre 2009 siehe FIMALAC (2009), S. 17, Mc GRAW-HILL (2009), S. 40, MOODY'S (2009a), S. 26.

¹⁹ Vgl. OEHLER, VOIT (1999), S. 696, RUDOLPH (2006), S. 124.

²⁰ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 657.

Theorie eine typische Beziehung zwischen Prinzipal (Kreditgeber) und Agenten (Kreditnehmer) dar.²¹ Innerhalb dieser ist die Vermögensposition des Kreditgebers durch Handlungen des Kreditnehmers sowohl positiv als auch negativ beeinflussbar, wobei die Zielvorstellungen beider Parteien voneinander abweichen oder im Konflikt zu einander stehen können. Dabei ist die Beziehung zwischen Kreditgeber und -nehmer von Informationsasymmetrien (sowohl ex ante als auch ex post) bzgl. des mit einer Fremdfinanzierungsbeziehung verbundene Bonitätsrisikos gekennzeichnet.²² Die daraus resultierenden Gefahren für einen Kreditgeber, deren Problemursachen sowie die wesentlichen Einflussfaktoren und die dadurch entstehenden Probleme werden in Tab. 1 dargestellt:

	Vor Vertragsabschluss	Nach Vertragsabschluss	
	Hidden Characteristics	Hidden Action/ Information	Hidden Intention
Informationsproblem des Kreditgebers	Qualitätseigenschaften (Begabung, Fähigkeit, Risikoeinstellung) des Kreditnehmers nicht beobachtbar	Anstrengungen/ Handlungen/ Verhalten des Kapitalnehmers nicht beobachtbar/ kontrollierbar bzw. nicht beurteilbar	Absichten des Kapitalnehmers unbekannt; Verhinderung opportunistischem Verhaltens nicht möglich
Problemursache oder wesentliche Einflussgrößen	Möglichkeit des Kreditnehmers Eigenschaften (bonitätsrelevante Informationen) zu verbergen/fehlerhaft darzustellen und fehlende Möglichkeiten positive Merkmal zu zeigen	Fehlende Überwachungsmöglichkeiten des Kreditnehmers; Verwendung der übertragenen finanziellen Mittel selbst unter Kostenaufwendungen nicht exakt beobachtbar	Abhängigkeit aufgrund irreversibler spezifischer Investitionen (Übertragung finanzieller Mittel)
Entstehen des Problem	Adverse Selektion; Kreditrationierung	Moral Hazard	Hold up

Tab. 2 Informationsasymmetrien innerhalb einer Fremdfinanzierungsbeziehung

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Picot et al. (2008), S. 77.

Da ein höheres Bonitätsrisiko von den Kreditgebern durch höhere Zinsforderungen kompensiert wird, können aus den in Tab. 1 dargelegten ex

²¹ Eine Prinzipal-Agenten-Beziehung wird dabei folgendermaßen definiert: „Whenever one individual depends on the action of another, an agency relationship arises. The individual taking the action is called the agent. The affected party is the principal.“ PRATT, KENNETH (1985), S. 2.

²² Vgl. grundlegend zur Prinzipal-Agenten-Theorie JENSEN, MECKLING (1976), FAMA, JENSEN (1983a), FAMA, JENSEN (1983b) sowie ARROW (1985), BARNEA ET AL. (1985), S. 31, HEINKE (1998), S. 194-196, OEHLER, VOIT (1999), S. 696, WIEBEN (2004), S. 20-21, FRANKE, HAX (2009), S. 458-459, HARTMANN-WENDELS ET AL. (2010), S. 108-118.

ante Informationsasymmetrien (*Hidden Characteristics*) Anreize des Kreditnehmers zur Verbergung bzw. fehlerhaften Darstellung bonitätsrelevanter Informationen einhergehen. Resultiert daraus eine nicht verlässliche Bonitätsbeurteilung potenzieller Kreditnehmer von Seiten der Kapitalgeber und ist dementsprechend keine Differenzierung der Zinsforderungen in Abhängigkeit des jeweiligen Bonitätsrisikos möglich, besteht das Problem der adversen Selektion, wodurch die Gefahr eines Marktzusammenbruchs entstehen kann.²³ Ferner zeigen STIGLITZ, WEISS (1981), dass eine Einschränkung der Schädigungsmöglichkeiten von Seiten der Kreditgeber nicht ausschließlich über erhöhte Zinsforderungen erfolgt. Da dadurch weitere Fehlanreize zu einer Verschlechterung der Kreditqualität einhergehen können, erfolgt gem. STIGLITZ, WEISS (1981) zum Schutz vor Schädigungsmöglichkeiten eine Einschränkung der Kreditvergabe (Kreditrationierung) von Seiten der Kreditgeber.²⁴ Obgleich dadurch zwar eine vollständige Eliminierung der Probleme der ex ante Qualitätsunsicherheit nicht möglich ist, können diese dennoch verringert werden.²⁵

Probleme aus der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Fremdkapitalgeber und -nehmer nach Vertragsabschluss resultieren aus den Handlungsfreiräumen des Kapitalnehmers in Kombination mit einer selbst unter Kostenaufwendungen nicht exakten Beobachtbarkeit bzw. Verhinderung der Aktionen des Kreditnehmers von Seiten der Kreditgeber. Diese Gegebenheit begünstigt bei Interessendivergenz zwischen Kreditgeber und -nehmer opportunistisches und kreditgeberschädigendes Verhalten (*Moral Hazard*),²⁶ womit eine Verschlechterung der Vermögensposition der Kreditgeber einhergehen kann.²⁷ Da diese Gegebenheit wiederum von rationalen Kreditgebern in Form der Anpassung

²³ Vgl. grundlegend AKERLOF (1970) sowie STIGLITZ, WEISS (1981), S. 408, SPREMANN (1996), S. 698-699, HAX ET AL. (2001), S. 602, HEINKE, STEINER (2007), S. 685, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 26, RUDOLPH (2006), S. 167-168. STIGLITZ, WEISS (1981) zeigen, dass auch eine Erhöhung der Sicherungsanforderungen an einen Kreditnehmer von Seiten eines Kreditgebers zu einer Negativauslese führen kann. Vgl. STIGLITZ, WEISS (1981), S. 394. Für eine exemplarische Darstellung der Negativauslese auf dem Fremdkapitalmarkt siehe HSUEH, LIU (1993), S. 293-294.

²⁴ Vgl. grundlegend STIGLITZ, WEISS (1981), S. 408-409 sowie MILGROM, ROBERTS (1992), S. 153-154, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 26.

²⁵ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 26.

²⁶ Näheres zu *Moral Hazard* siehe ALCHIAN, WOODWARD (1988), S. 67-69.

²⁷ Vgl. grundlegend JENSEN, MECKLING (1976), S. 308, ARROW (1985), S. 43-44 sowie ALCHIAN, WOODWARD (1988), S. 68-69, STEINER, KÖLSCH (1989), S. 420, SPREMANN (1990), S. 572, HARTMANN-WENDEL (1990), S. 229, HEINKE (1998), S. 195, WIEBEN (2004), S. 21-22, HEINKE, STEINER (2007), S. 684, FRANKE, HAX (2009), S. 465-466.

der Zinsforderungen antizipiert wird, sprechen HARTMANN-WENDELS ET AL. (2010) von einem adversen Verhalten. Da diesem Problem die gleiche Ursache wie bei der Qualitätsunsicherheit zugrundeliegt, besteht auch hierbei die Gefahr der adversen Selektion.²⁸

Das Problem der *Hidden Intentions*²⁹ entsteht einerseits daraus, dass dem Kreditgeber die Absichten des Kreditnehmers vor Abschluss eines Finanzierungskontraktes unbekannt sind und andererseits daraus, dass aufgrund der Zukunftsunsicherheit nicht alle denkbaren Umweltzustände und die dazu entsprechenden Verhaltensweisen während einer Finanzierungsbeziehung ex ante in der Vertragsgestaltung berücksichtigt werden können. Infolgedessen besteht für den Kreditgeber die Gefahr, dass der Kreditnehmer die Vertragslücken zu seinen Gunsten ausnutzt.³⁰ Die daraus entstehende Gefahr wird als *Hold up* bezeichnet (Raubüberfall)³¹ und resultiert aufgrund der Abhängigkeit des Kreditgebers von den Handlungen des Kreditnehmers, da die Übertragung finanzieller Mittel für den Kapitalgeber eine irreversible spezifische Investition³² darstellt.³³ Aufgrund dieser Schädigungsmöglichkeiten werden rationale Kreditgeber diese Gegebenheit wiederum in Form von Misstrauenzuschlägen bei der Festlegung ihrer Zinsforderung antizipieren.

Diese Ausführungen zeigen somit, dass die Kreditgeber die etwaigen Schädigungsmöglichkeiten des Kreditnehmers antizipieren werden, wodurch sich opportunistische Verhaltensweisen für einen Kreditnehmer als nicht vorteilhaft darstellen.³⁴ Aufgrund dieser Gegebenheit werden Kreditnehmer Handlungen vornehmen, um den Kreditgeber von ihrer Vertrauenswürdigkeit zu überzeugen. Hierbei versuchen die Kreditnehmer, den Informationsstand der Kreditgeber anhand von *Signaling-Instrumenten* freiwillig anzuheben. Im Rahmen dessen übermitteln die Kreditnehmer den Kreditgebern Informationen bzgl. der für die Kreditge-

²⁸ Vgl. HARTMANN-WENDELS ET AL. (2010), S. 116.

²⁹ Die *Hidden Intentions* nehmen gem. BREID (1995) eine Zwischenstellung zwischen *Hidden Information* und *Hidden Action* ein. Aufgrund der Abgrenzungsschwierigkeiten finden die *Hidden Intentions* gem. BREID (1995) in den *Agency-Modellen* keine gesonderte Beachtung. Näheres hierzu siehe BREID (1995), S. 825, GÖBEL (2002), S. 103.

³⁰ Vgl. BREID (1995), S. 825, SCHÄFER (2002), S. 75.

³¹ Näheres zu *Hold up* siehe u.a. KLEIN ET AL. (1978), S. 302, ALCHIAN, WOODWARD (1988), S. 67-68.

³² Der Grad der Spezifität wird anhand einer Quasirente gemessen, die die Ertragsdifferenz zwischen bester- und nächstbester Ressourcenverwendung misst. Vgl. KLEIN ET AL. (1978), S. 298-302 sowie grundlegend zu dem Begriff der Spezifität WILLIAMSON (1985), S. 52-56.

³³ Vgl. SCHÄFER (2002), S. 75.

³⁴ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 27.

ber unbeobachtbaren Qualität der Aufgabenerfüllung des Kreditnehmers.³⁵ Zusätzlich werden Kreditgeber Maßnahmen ergreifen, um den Informationsvorsprung des Kreditnehmers zu reduzieren. So können bspw. die Risiken aus den Informationsasymmetrien vor Vertragsabschluss durch *Screening*-Aktivitäten reduziert werden, indem sich die Fremdkapitalgeber glaubwürdige Informationen bzgl. des Bonitätsrisikos verschaffen und diese auswerten.³⁶ Dagegen können die Schädigungsmöglichkeiten der Kreditgeber durch den Kreditnehmer nach Vertragsabschluss durch ein Überwachungssystem sowie durch die Schaffung eines Anreizsystems, welches eine Homogenisierung der Interessen des Kreditgebers und -nehmers ermöglicht, gemildert werden.³⁷ Dementsprechend entstehen alleine durch Schädigungsmöglichkeiten innerhalb einer Fremdfinanzierung sog. *Agency-Kosten*,³⁸ die sich gem. JENSEN, MECKLING (1976) aus i) *Bonding Costs* der Kreditnehmer, ii) *Monitoring Costs* der Kreditgeber und den iii) *Residual Loss* zusammensetzen.³⁹

3.2 Rating als Instrument zur Reduzierung von Agency-Problemen

Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden analysiert, inwiefern eine Ratingagentur zur i) Reduzierung der Informationsasymmetrien, ii) Schaffung eines Anreizsystems, welches eine Nutzenmaximierung des Kreditnehmers bei gleichzeitiger Nutzenmaximierung des Kreditgebers ermöglicht und zur iii) Einschränkung der Schädigungsmöglichkeiten und somit zur Reduzierung von *Agency-Problemen* und -kosten beitragen kann.⁴⁰

³⁵ Vgl. grundlegend SPENCE (1973) sowie HEINKE, STEINER (2007), S. 686, PICOT ET AL. (2008), S. 78, 82-83. Zusätzlich könnte diesem Problem durch *Self Selection* entgegnet werden. Hierbei stellt der Kapitalgeber dem Kapitalnehmer mehrere Vertragsausgestaltungen zur Auswahl. Durch die Wahl des Kreditnehmers, sich gem. seines Informationsstandes an eine bestimmte Alternative zu binden, kann der Kreditgeber Rückschlüsse auf die Informationslage des Kreditnehmers ziehen. Vgl. HEINKE (1998), S. 198.

³⁶ Vgl. grundlegend STIGLITZ (1975), ROTHSCCHILD, STIGLITZ (1976) sowie HEINKE, STEINER (2007), S. 686, PICOT ET AL. (2008), S. 78, 83-85.

³⁷ Vgl. RUDOLPH (2006), S. 164, PICOT ET AL. (2008), S. 79-80, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 27.

³⁸ Die *Agency Costs* messen den Abstand zwischen der *First-Best-Situation*, in der es zu einer Nutzenmaximierung beider Parteien kommt, und der *Second-Best-Situation*, in der spezielle Anreiz-, Verhaltens-, Kontroll- und Sanktionsmechanismen in der Vertragsgestaltung implementiert werden. Vgl. grundlegend JENSEN, MECKLING (1976), S. 308 sowie HEINKE, STEINER (2007), S. 686.

³⁹ Vgl. JENSEN, MECKLING (1976), S. 308.

⁴⁰ Vgl. HEINKE (1998), S. 199, HEINKE, STEINER (2007), S. 687. Vgl. zu weiteren Möglichkeiten der Reduzierung von *Agency-Problemen* und -kosten u.a. RUDOLPH (2006), S. 179-181.

3.2.1 Wirkung eines Ratings auf die Informationsverteilung

Inwiefern ein Rating eine Verringerung der Informationsasymmetrien zwischen Kreditgebern und -nehmern ermöglicht, kann durch die Auswirkung eines Ratings auf den Informationsstand der Marktteilnehmer betrachtet werden.⁴¹ Im Rahmen dessen differenziert WAGNER (1991) die Kapitalmarktteilnehmer aufsteigend nach deren Informationsstand in i) Basis, ii) Outsider, iii) Insider und iv) Kapitalnehmer. Dabei stellt i) den Informationsstand aller Marktteilnehmer dar, der sich ohne Informationsbeschaffungsanstrengungen ergibt. Dagegen zählen zu ii) jene Kapitalgeber, die zu ihrer Investitionsentscheidung Kosten für die Investitionsentscheidung aufwenden. Ferner wird der Bereich der nicht öffentlich zugänglichen Informationen in iii) und iv) untergliedert. Während iii) Marktteilnehmer darstellen, die aufgrund ihrer Stellung (z.B. Bankmitarbeiter) Zugang zu Informationen haben, die die Outsider selbst unter Informationsbeschaffungsanstrengungen nicht erreichen, verfügen iv) in Bezug auf ihr Unternehmen über den höchsten Informationsstand.⁴² Die Auswirkung eines Ratings auf die einzelnen Marktteilnehmer wird in Abb. 1 dargestellt.

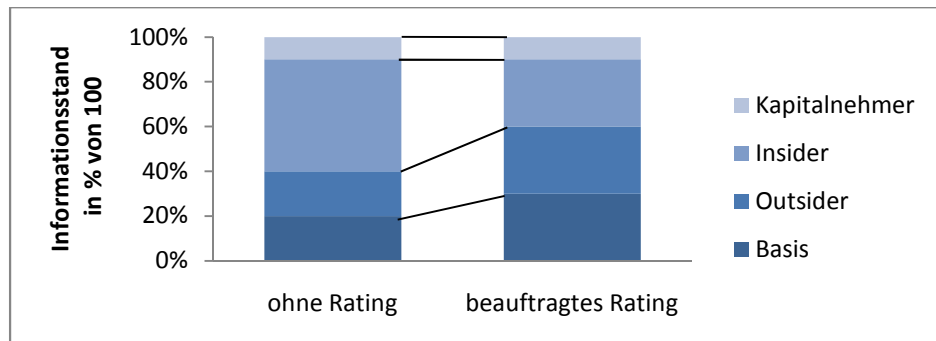


Abb. 1 Wirkung eines Ratings auf die Informationsverteilung

Quelle: Wagner (1991), S. 71.

Wie aus Abb. 1 hervorgeht, kann ein Rating zu einer Erhöhung des Basis- und des Outsider-Informationsstandes beitragen,⁴³ während dagegen der Informationsstand der Insider und Kapitalnehmer konstant bleibt. Dieser Abbau der Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und -nehmer basiert dabei auf der Annahme, dass Ratingagenturen Zu-

⁴¹ Vgl. WAGNER (1991), S. 69-70, HEINKE, STEINER (2007), S. 687-688.

⁴² Vgl. WAGNER (1991), S. 69-70.

⁴³ Im Vergleich zu anderen Finanzintermediären (Banken, Investmentgesellschaften) ist die Zielgruppe der Ratingagenturen breiter, wodurch ein höherer Anstieg des Informationsstands aller Marktteilnehmer durch Ratings verzeichnet werden kann. Vgl. WASSMUTH (2004), S. 40.

gang zu Insider- und Kapitalnehmerinformationen haben.⁴⁴ Unter dieser Prämisse erfolgt durch die Veröffentlichung eines Ratings auf dem Kapitalmarkt ein Abbau der nicht öffentlich verfügbaren Informationen, wodurch der Informationsvorsprung der Kreditnehmer verringert werden kann. Infolge dieser Reduzierung der Informationsasymmetrien ist ein Rückgang der in Kapitel 3.1 dargelegten Agency-Probleme zu erwarten. Zu beachten gilt jedoch, dass das Ausmaß des Abbaus der Informationsasymmetrien einerseits von der Art der Informationen auf denen ein Rating basiert⁴⁵ und andererseits von den Informationsübermittlungsmöglichkeiten auf dem Kapitalmarkt abhängig ist. Letzteres dürfte somit für eine höhere Bedeutung eines Ratings bei mittelständischen Unternehmen sorgen.⁴⁶

3.2.2 Rating als Signaling Instrument

Um die in Kapitel 3.1 dargestellten Probleme aus der asymmetrischen Informationsverteilung zu verringern, können Kreditnehmer den Informationsstand der Kreditgeber durch ein Rating im Rahmen des *Signaling* Ansatzes freiwillig anheben.⁴⁷ Damit ein Rating jedoch als *Signaling* Instrument herangezogen werden kann, muss dieses gewisse Voraussetzungen erfüllen.⁴⁸ Infolgedessen muss das für den Gläubiger interessierende Merkmal (wahre Bonitätsrisiko) schwer oder nicht beobachtbar sein, dass eines geeigneten Signals dagegen leicht. Da Ratings regelmäßig veröffentlicht und von den Agenturen angepasst werden, können

⁴⁴ Den Ratingagenturen wird bei beauftragten Ratings ein besserer Zugang zu Unternehmensinformationen attestiert. Vgl. u.a. EVERLING (1991B), S. 310, WASSMUTH (2004), S. 39-40.

⁴⁵ Selbst bei Ratings, die lediglich auf öffentlich zugänglichen Informationen basieren (z.B. unbeauftragte Ratings), ist eine Verringerung, wenn auch geringer als bei beauftragten Ratings, zu erwarten. So dürfte sich der Informationsstand der Basis bei kostenloser Bereitstellung eines Ratings erhöhen. Auch der Informationsstand der Outsider dürfte sich erhöhen, wenn den Ratingagenturen gegenüber diesen Marktteilnehmer Vorteile hinsichtlich der Informationsbeschaffung und -auswertung attestiert werden können. Treten diese Vorteile nicht auf, dürfte sich dennoch deren Nutzen, bei gleichbleibendem Informationsstand, erhöhen, wenn durch die Verwendung eines Ratings eine Kostensenkung der Outsider einhergeht.

⁴⁶ Vgl. WAGNER (1991), S. 78, WASSMUTH (2004), S. 39-40, HEINKE, STEINER (2007), S. 688-689. Dies findet auch durch die Aufführungen von HO, MICHAELY (1988) Bestätigung, die bei kleineren Unternehmen eine geringere Informationseffizienz zugrundelegen. Näheres hierzu siehe HO, MICHAELY (1988), S. 54, HEINKE (2005), S. 172.

⁴⁷ Vgl. SPREMANN (1996), S. 721, HEINKE, STEINER (2007), S. 689, WIEBEN (2004), S. 24, HEINKE (1998), S. 204.

⁴⁸ Vgl. HEINKE (1998), S. 204, WIEBEN (2004), S. 24, HEINKE, STEINER (2007), S. 689.

sie dieser Bedingung nachkommen.⁴⁹ Des Weiteren erfüllt das Rating als Signal die Grundvoraussetzung einer negativen Korrelation zwischen signalisierender Kreditnehmerqualität und den Erzeugungskosten für eine gute Signalausprägung.⁵⁰ Ferner werden Kreditnehmer geringer Bonitätsrisiken einen positiven Nettoeffekt aus der Senkung der Fremdkapitalkosten und der Kosten für die Initiierung eines Ratings erwarten, wodurch diese das Rating als *Signaling*-Instrument heranziehen werden. Dagegen sind die Anreize der Initiierung eines Ratings für Kreditnehmer hoher Bonitätsrisiken gering, da dadurch zusätzlich zu den höheren Finanzierungskosten Ratinggebühren anfallen. Infolge dieser Aufführung wird es somit einem Kapitalgeber ermöglicht, von einem höheren Rating auf eine bessere Kreditnehmerbonität zu schließen,⁵¹ wodurch ein Rating als Signal⁵² eine Marktseparierung ermöglicht, indem die Negativauswahl in eine Positivauswahl transformiert werden kann.⁵³ Dementsprechend können die aus der ex ante asymmetrischen Informationsverteilung resultierenden Probleme sowohl einer Kreditrationierung als auch der adversen Selektion durch ein Rating verringert und im Idealfall sogar verhindert werden.⁵⁴

Zusätzlich werden den Ratings im Vergleich zu direkten Signalen, bei denen die Informationsübermittlung direkt von den Kreditnehmern erfolgt, Vorteile konstatiert.⁵⁵ Diese werden in i) einer höheren Glaubwürdigkeit aufgrund einer gewissen Objektivität der Agenturen,⁵⁶ ii) einer

⁴⁹ Vgl. WAGNER (1991), S. 83.

⁵⁰ Vgl. WAGNER (1991), S. 83, HEINKE (1998), S. 205-206, HEINKE, STEINER (2007), S. 689.

⁵¹ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 689.

⁵² Das Rating stellt ein sekundär spezifisches Signal dar, welches im Vergleich zu einem direkten Signal nicht direkt vom Kreditnehmer ausgeht, sondern durch einen Intermediär produziert wird. Vgl. HEINKE (1998), S. 202-204, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 27.

⁵³ Vgl. SPENCE (1976), S. 592.

⁵⁴ Vgl. grundlegend SPENCE (1976), S. 592, sowie HEINKE (1998), S. 206, HEINKE, STEINER (2007), S. 689. Empirische Untersuchungen bestätigen die Verringerung des Unsicherheitszuschlags, der einen Ausdruck für die mangelnde Separierbarkeit der Kreditnehmer durch die Kreditgeber darstellt, indem den Ratings ein Offenlegungswert konstatiert werden kann. Vgl. u.a. HSUEH, LIU (1993), S. 300-301, sowie zu einer übersichtlichen Darstellung zum Informationsgehalt von Ratings SCHÄTZLE (2011), S. 10-23.

⁵⁵ Bei einem direkten/primären Signal erfolgt die Informationsübermittlung direkt durch Aktivitäten von Seiten des Kreditnehmers. Zu einer Übersicht der hierzu möglichen Instrumente siehe u.a. HEINKE (1998), S. 202-203.

⁵⁶ Da direkte Signale unmittelbar vom Kreditnehmer übermittelt werden, besteht dadurch die Gefahr einer zu positiven Darstellung der Kreditnehmerbonität, wodurch Kreditgeber diesen Informationen lediglich nach Zertifizierung derselben vertrauen. Vgl. HEINKE (1998), S. 206, HAX ET AL. (2001), S. 602. Empirisch kann den Ratingagenturen eine Zertifizierungsfunktion, die gem. MILLON,

umfassenden und systematischen Analyse des Kreditnehmers⁵⁷ sowie in iii) einer indirekten Veröffentlichung von Insiderinformationen durch das Rating, ohne diese dabei detailliert darzustellen,⁵⁸ gesehen.

3.2.3 Rating als Screening Indikator

Im Gegensatz zum Rating als Signaling Instrument geht die Initiierung eines Ratings innerhalb des *Screening*⁵⁹ Ansatzes nicht vom informierten Fremdkapitalnehmer, sondern vom uninformierten Fremdkapitalgeber aus, wohingegen die Zielsetzung der Generierung bonitätsrelevanter Informationen über potenzielle Kreditnehmer vor Vertragsabschluss bei beiden Instrumenten identisch ist.⁶⁰ Da jedoch die Gewinnung und Auswertung von bonitätsrelevanten Informationen zur Beurteilung der Kreditnehmerqualität für den Kapitalgeber Kosten verursachen, erweist sich daher eine Übertragung dieser Tätigkeit auf eine Ratingagentur als ökonomisch vorteilhaft, da diese durch ihre Ratinganalyse im Vergleich zu eigenständigen *Screening* Aktivitäten des Kapitalgebers Kosten- und Qualitätsvorteile aufweisen kann.⁶¹

Damit ein Rating jedoch als *Screening* Indikator herangezogen werden kann, muss dieses wiederum gewisse Voraussetzungen erfüllen. Diese sind in i) der öffentlichen Beobachtbarkeit, ii) einem hohen Standardisierungsgrad sowie iii) einer idealerweise Klassifizierung des Ratings in Leistungs- und Qualitätsklassen zur Erhöhung der Aussagefähigkeit, zu sehen.⁶² Da ein Rating einerseits, wie in Kapitel 3.2.2 dargestellt, öffentlich beobachtbar ist und andererseits ein durch eine Ratingagentur standardisiertes Verfahren zur Beurteilung der wirtschaftlichen Lage und der zukünftigen Zahlungsfähigkeit eines Kreditnehmers darstellt, dessen Ergebnis gemäß den Ratingkategorien in Qualitäts- und Leistungsklassen

THAKOR (1985) die primäre Funktion eines Informationsintermediärs darstellt, konstatiert werden, indem durch ein Rating der Misstrauenzuschlag innerhalb der Finanzierungskosten sinkt. Vgl. MILLON, THAKOR (1985), S. 1416 und zur empirischen Analyse des Zertifizierungswerts eines Ratings u.a. HSUEH, KIDWELL (1988), S. 52, HEINKE (2000), S. 331 sowie zu einer Übersicht des Informationswert eines Ratings SCHÄTZLE (2011), S. 10-23.

⁵⁷ Vgl. WAGNER (1991), S. 84, HEINKE, STEINER (2007), S. 690.

⁵⁸ Vgl. GOH, EDERINGTON (1993), S. 2002, HEINKE, STEINER (2007), S. 690, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 29.

⁵⁹ Vgl. grundlegend STIGLITZ (1975) sowie GÖBEL (2002), S. 110-112.

⁶⁰ Vgl. grundlegend STIGLITZ (1975) sowie WAGNER (1991), S. 84, GÖBEL (2002), S. 110-112, WIEBEN (2004), S. 25-26.

⁶¹ Vgl. grundlegend BENSTON, SMITH, JR. (1976), DIAMOND (1984) sowie OEHLE, VOIT (1999), S. 968, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 29 und zu einer detaillierten Darstellung der Anwendbarkeit des Modells von DIAMOND (1984) siehe KLEY (2003), S. 233-234.

⁶² Vgl. WAGNER (1991), S. 85.

eingeteilt wird,⁶³ kann ein Rating die Voraussetzungen eines *Screening*-Indikators erfüllen. Zu beachten gilt jedoch, dass selbst bei der Erfüllung dieser Kriterien eine Delegation der *Screening*-Aktivitäten der Kapitalgeber auf eine Ratingagentur erst erfolgt, wenn die Kreditgeber den Agenturen eine glaubwürdige Bonitätseinschätzung attestieren.⁶⁴ Wird den Ratings im Rahmen dessen eine gewisse Glaubwürdigkeit von Seiten der Kreditgeber beigemessen, so ermöglicht ein Rating dem Kapitalgeber, potenzielle Kapitalnehmer nach deren Bonitätsrisiko zu klassifizieren.⁶⁵ Durch diese Gegebenheit wird, wie auch schon beim Signaling-Ansatz, eine Marktseparierung durch *Screening* anhand eines Ratings erreicht und somit der Problematik der adversen Selektion⁶⁶ und einer Kreditrationierung⁶⁷ aufgrund der ex ante Informationsasymmetrien entgegen.⁶⁸

Da ein Rating jedoch durch den Kreditnehmer initiiert wird, welcher die Kosten der Raterstellung zu tragen hat, ist ein Rating eher als Signaling-Instrument zu sehen.⁶⁹

3.2.4 Rating zur Verringerung der ex post Informationsasymmetrien

Damit ein Rating zusätzlich zur Reduzierung der Gefahren aus den ex post Informationsasymmetrien (Moral Hazard und Hold up) herangezogen werden kann, muss es zur Schaffung eines Anreizsystems und zur Einschränkung der Schädigungsmöglichkeiten des Kreditnehmers herangezogen werden können.⁷⁰

Die Zielsetzung der Schaffung eines Anreizsystems besteht in der Interessenangleichung zwischen Kreditgeber und -nehmer, indem der Kapitalnehmer durch Handlungen gleichzeitig seinen Nutzen und den des Kapitalgebers maximiert und somit eine pareto-optimale Risikoverteilung

⁶³ Vgl. zu den Ratingsymbolen und Kategorien Kapitel 2.2 sowie Anhang 2 und Anhang 3.

⁶⁴ Vgl. WAGNER (1991), S. 87. Die Glaubwürdigkeit eines Ratings kann dabei direkt durch die Ratingagentur beeinflusst werden, indem diese i) ein ethisches Verhalten, ii) eine Unabhängigkeit sowie iii) eine professionelle Sorgfalt bei der Beurteilung eines Kreditnehmers sicherstellt. Vgl. KLEY, PAPE (2004), S. 923. Näheres zu weiteren Einflussfaktoren siehe KLEY, PAPE (2004), S. 923-925.

⁶⁵ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 690

⁶⁶ Vgl. grundlegend AKERLOF (1970) sowie Kapitel 3.2.1.

⁶⁷ Vgl. grundlegend STIGLITZ, WEISS (1981) sowie Kapitel 3.2.1.

⁶⁸ Vgl. PARTNOY (1999), S. 631.

⁶⁹ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 29.

⁷⁰ Vgl. HEINKE (1998), S. 199, HEINKE, STEINER (2007), S. 691-692.

entsteht.⁷¹ Solch eine First-Best-Lösung, in welcher Moral Hazard Probleme nicht mehr existieren, ist jedoch kaum erreichbar.⁷² Dennoch können durch die Implementierung eines Systems der Informationsübermittlung Anreize zu Verhaltensweisen des Kapitalnehmers geschaffen werden, die im Sinne des Kapitalgebers sind. Bedingung für ein solches System der Informationsübertragung innerhalb einer Fremdfinanzierungsbeziehung ist, dass bei unzureichender Informationsübermittlung des Kapitalnehmers demselben ein materieller Schaden zugefügt werden kann. Infolgedessen stellen Ratings einen solchen Sanktionsmechanismus dar, da diese die erwarteten Kapitalkosten eines Kreditnehmers beeinflussen können.⁷³ Da sich durch die Initiierung eines Ratings von Seiten des Kreditnehmers selbiger zur Übermittlung von umfassenden und korrekten bonitätsrelevanten Informationen zur Ratingagentur verpflichtet, verfügt eine Ratingagentur bei nicht sachgerechter Informationsübermittlung einerseits über die Möglichkeit der Veröffentlichung des Ratings auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen. Dadurch besteht für einen Kreditnehmer die Gefahr, dass dieses Rating geringer ausfällt und somit zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten des Kreditnehmers führen kann.⁷⁴ Andererseits verfügt eine Ratingagentur über die Möglichkeit, ein bereits existierendes Rating zurückzuziehen, was für die Kapitalgeber ein negatives Signal darstellt. Da somit das Zurückhalten bonitätsrelevanter Informationen von Seiten des Kreditnehmers mit Sanktionen in Form von steigenden Finanzierungskosten verbunden ist, gehen dadurch Anreize zu richtiger und ausreichender Informationsübermittlung von Seiten des Kreditnehmers zu einer Ratingagentur aus. Dementsprechend kann eine Ratingagentur zum Abbau der ex post Informationsasymmetrien zwischen Kreditgebern- und -nehmern beitragen.⁷⁵

⁷¹ Vgl. BARNEA ET AL. (1985), S. 27, HEINKE, STEINER (2007), S. 691.

⁷² Vgl. BLICKLE-LIEBERSBACH (1990), S. 15, HEINKE, STEINER (2007), S. 691.

⁷³ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 691 sowie zu dem empirischen Zusammenhang zwischen Rating und den Fremdkapitalkosten/Bonitätsrisikoprämien Kapitel 3.1.2.1 sowie Anhang 4.

⁷⁴ Vgl. WIEBEN (2004), S. 25, HEINKE, STEINER (2007), S. 691, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 29-30. Ratings, die lediglich auf öffentlich zugänglichen Informationen basieren (z.B. unbeauftragte Ratings), fallen im Vergleich zu beantragten Ratings, die zusätzliche Insiderinformationen berücksichtigen, geringer aus. Vgl. u.a. POON (2003), S. 612 sowie zu möglichen Gründen für diese Gegebenheit BANNIER ET AL. (2010), S. 286-287.

⁷⁵ Vgl. WIEBEN (2004), S. 25, HEINKE, STEINER (2007), S. 691, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 29-30.

Des Weiteren können die ex post Informationsasymmetrien und die dadurch resultierenden Gefahren für einen Kreditgeber durch eine Einschränkung der Handlungs- und Schädigungsmöglichkeiten des Kreditnehmers reduziert werden.⁷⁶ Da durch die Ratingagenturen selbst ohne expliziten Auftrag eine Überwachung des Kreditnehmers erfolgt,⁷⁷ können demzufolge die Handlungs- und Schädigungsmöglichkeiten eines Kreditnehmers verringert werden.⁷⁸ Treten somit aktuelle Veränderungen auf, die Auswirkungen auf die Kreditnehmerqualität haben können, so kann das Rating einerseits sofort angepasst werden oder es kann andererseits durch das Hinzufügen des Emittenten bzw. der Emission zur Überwachungsliste⁷⁹ eine weitere Detailanalyse des Kreditnehmers erfolgen.⁸⁰ Innerhalb dieser Detailanalyse werden einerseits Informationen des Kreditnehmers angefordert und andererseits Gespräche mit dem Kreditnehmer geführt. Infolgedessen erhält eine Ratingagentur wiederum Zugang zu unternehmensinternen Informationen, um dadurch die Auswirkungen dieser Neuerung auf die Kreditnehmerqualität und somit auf das Rating bestimmen zu können.⁸¹ Im Rahmen dessen sehen BOOT ET AL. (2006) im Instrument der Überwachungsliste das Zustandekommen eines impliziten Vertrags zwischen Ratingagentur und überwachtem Kreditnehmer. Innerhalb dieses Vertrags wird den Ratingagenturen eine aktive Monitoring Funktion konstatiert. Dies wird dadurch begründet, dass bei Auftreten eines Ereignisses, welches sich negativ auf die Kreditqualität und somit auf das Rating niederschlagen kann, durch das Prozedere der Überwachungsliste die Aktionen des Kapitalnehmers zur

⁷⁶ Eine vollständige Angleichung des Informationsstandes zwischen Kreditgeber und -nehmer würde zu einer Eliminierung der Spezialisierungsvorteile führen. Obgleich ein Überwachungssystem nicht zur gänzlichen Lösung der Prinzipal-Agenten-Probleme beitragen kann, kann dadurch dennoch eine Reduzierung der *Agency*-Problemen erfolgen. Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 691.

⁷⁷ Im Rahmen der regelmäßigen Überwachung erhält eine Ratingagentur i) Zwischen- und Jahresberichte sowie weitere relevante Informationen und ii) Informationen über die aktuelle Entwicklung anhand persönlicher Gespräche mit den Kreditnehmern. Näheres hierzu siehe u.a. DIMITRAKOPOULOS, SPAHR (2004), S. 215.

⁷⁸ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 691-692. Die Überwachung erfolgt ohne expliziten Auftrag des Kapitalnehmers mindestens ein Jahr lang. Danach entscheidet der Kreditnehmer selbst, ob eine weitere Kontrolle durch die Ratingagentur vorgenommen werden soll. Vgl. DIMITRAKOPOULOS, SPAHR (2004), S. 215.

⁷⁹ Durch das Hinzufügen zur Überwachungsliste zur detaillierten Überprüfung des Kreditnehmers wird die Tendenz einer möglichen Ratingänderung durch i) (+) Upgrade, ii) (-) Downgrade oder iii) nicht eindeutig gekennzeichnet. Vgl. REICHLING ET AL. (2007), S. 62, S&P (2010A), S. 23, MOODY'S (2009b), S. 52, FITCH (2010), S. 48.

⁸⁰ Vgl. DIMITRAKOPOULOS, SPAHR (2004), S. 215.

⁸¹ Vgl. KEENAN ET AL. (1998), S. 3.

Wiederherstellung des einstigen Ratings von den Ratingagenturen überwacht und somit deren Handlungsspielraum eingeschränkt werden kann.⁸² Des Weiteren wirkt auch hierbei das oben dargelegte Anreizsystem, denn wenn die Handlungen des Kapitalnehmers nach einem Ereignis, welches sich negativ auf die Bonität eines Kreditnehmers niederschlagen kann, nicht erfolgreich sind, droht eine Abstufung des Ratings und somit eine Erhöhung der Kapitalkosten des Kreditnehmers. Dementsprechend kann den Ratingagenturen eine Monitoring Funktion beigemessen werden, indem diese den Handlungsspielraum und somit die Schädigungsmöglichkeiten des Kreditnehmers durch die regelmäßige Überwachung einschränken. Folglich kann die freiwillige Einschränkung der Handlungsmöglichkeiten in Kombination mit dem Zwang zur Übermittlung bonitätsrelevanter Informationen an eine Ratingagentur von Seiten des Kreditnehmers zu einer Verringerung der Moral Hazard- und Hold up Gefahr beitragen. Zu beachten gilt jedoch, dass ein Rating-system hierfür die Voraussetzung der Transparenz und der validen Abbildung der Kreditrisiken erfüllen muss.⁸³ Werden die Voraussetzungen erfüllt, so kann es für einen Kreditgeber ökonomisch von Vorteil sein, neben den Screening-Aktivitäten zusätzlich die Überwachung des Kapitalnehmers auf eine Ratingagentur zu delegieren, da eine Ratingagentur im Vergleich zu einzelnen Kreditgebern geringere Informations- und Überwachungskosten aufweist.⁸⁴

3.3 Zusätzliche Prinzipal-Agenten-Beziehungen unter Berücksichtigung von Ratingagenturen

Wie in Kapitel 3.2 dargestellt, können Ratings zu einer Verringerung der Agency-Probleme zwischen Kreditgebern und -nehmern beitragen. Zu beachten gilt jedoch, dass hierbei eine glaubwürdige Informationsübertragung der Ratingagenturen auf die Kreditgeber zugrundegelegt wurde. Da allerdings durch eine Ratingagentur in der Funktion eines Informationsintermediärs weitere Prinzipal-Agenten-Beziehungen (siehe Abb. 2) entstehen, können daraus wiederum Agency-Probleme resultieren. Infolgedessen stellt sich die Verwendung von Ratings erst als öko-

⁸² Vgl. BOOT ET AL. (2006), S. 91-94 sowie zu einer Auswertung empirischer Arbeiten bzgl. des Informationsgehalts von Ankündigungen einer Ratingagentur zur Hinzufügen eines Kreditnehmers auf die Überwachungsliste SCHÄTZLE (2011), S. 15-23.

⁸³ Vgl. WIEBEN (2004), S. 25, HEINKE, STEINER (2007), S. 692, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 29-30.

⁸⁴ Vgl. grundlegend DIAMOND (1984) sowie HEINKE, STEINER (2007), S. 693, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 30.

nomisch vorteilhaft dar, wenn die dadurch erzielbare Senkung der Agency-Kosten zwischen Kreditgeber und -nehmer nicht durch neu entstehende Agency-Kosten überkompensiert werden.⁸⁵

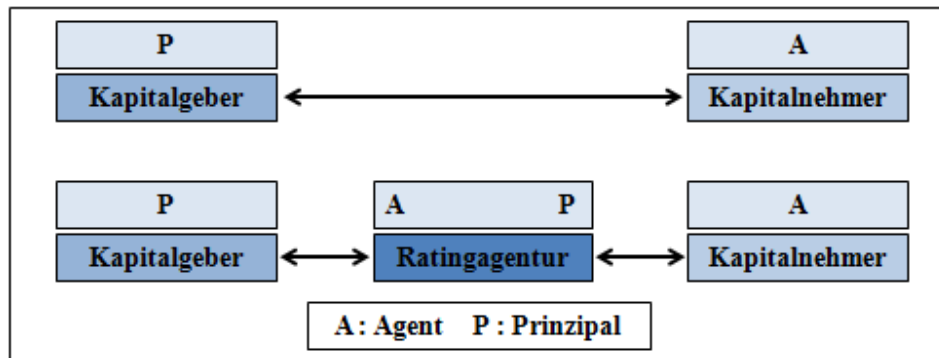


Abb. 2 Zusätzliche Prinzipal-Agenten-Beziehungen unter Berücksichtigung von Ratingagenturen

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an
Heinke, Steiner, (2007), S. 694.

Im Folgenden erfolgt daher eine Analyse möglicher Probleme, die durch die Zwischenschaltung einer Ratingagentur innerhalb einer Fremdfinanzierungsbeziehung resultieren können. Die Untersuchung beschränkt sich jedoch auf Beziehung zwischen Ratingagentur und Kapitalgeber. Aufbauend auf dieser Darstellung wird betrachtet, inwiefern Mechanismen vorherrschen, die aus dieser Beziehung resultierende zusätzliche Agency-Probleme verringern oder verhindern können.

3.3.1 Kreditgeber und Ratingagentur

Durch die Delegation der Screening-Aktivitäten des Kapitalgebers (Prinzipal) auf eine Ratingagentur (Agent) können erneut Agency-Probleme resultieren.⁸⁶ Obgleich die Initiierung eines Ratings durch den Kreditnehmer erfolgt und somit zwischen Ratingagentur und Kapitalgeber kein Vertrag im rechtlichen Sinne zustande kommt,⁸⁷ fungiert eine Ratingagentur dennoch als Agent des Kreditgebers. Dabei herrscht auch innerhalb dieser Beziehung eine asymmetrische Informationsverteilung. Infolgedessen besteht für den Kreditgeber ex ante das Problem der *Hidden Characteristics*, da dieser vor der Entscheidung der Berücksichtigung eines Ratings innerhalb seiner Anlageentscheidung weder die Qualifikation noch die Fachkenntnisse einer Ratingagentur einschätzen

⁸⁵ Vgl. HEINKE (1998), S. 215, WIEBEN (2004), S. 26, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 31.

⁸⁶ Vgl. WIEBEN (2004), S. 26, HEINKE, STEINER (2007), S. 694.

⁸⁷ Vgl. WIEBEN (2004), S. 26.

kann. Daneben entsteht aus den Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und Ratingagentur das Problem der *Hidden Action*, welches aus einer mangelnden Beobachtbarkeit des Verhaltens einer Agentur resultiert.⁸⁸ Da sich die Überprüfung der Qualität eines Ratings durch die Kreditgeber als äußerst schwierig darstellt und hohe Kosten verursachen würde, besteht aus diesen mangelnden Überwachungsmöglichkeiten des Kreditgebers die Gefahr des opportunistischen Verhaltens von Seiten einer Ratingagentur. Ferner besteht für die Kreditgeber ex post das Problem der *Hidden Intention*, das aus einer fehlenden Beobachtbarkeit der Zukunftsabsichten einer Ratingagentur resultiert.⁸⁹

Demzufolge besteht die Gefahr, dass die Kreditgeber den Ratingagenturen eine vertrauenswürdige Informationsübermittlung über die Bonität eines Kreditnehmers aberkennen, sodass das Rating als Instrument zur Verringerung der Agency-Probleme aus einer Finanzierungsbeziehung für die Kreditgeber an Bedeutung verliert und somit als Signaling-Instrument für die Kreditnehmer uninteressant wird.⁹⁰

Im Folgenden werden daher Aspekte dargelegt, die einer glaubwürdigen Übermittlung von bonitätsrelevanten Informationen über einen Kreditnehmer durch die Ratingagenturen entgegenstehen können.

3.3.2 Abhängigkeit einer Ratingagentur vom Kreditnehmer

Aus der Gegebenheit, dass die Beauftragung und Entlohnung einer Ratingerstellung i.d.R. durch den Kapitalnehmer erfolgt, kann eine Abhängigkeit einer Agentur von dem zu beurteilenden Kreditnehmer resultieren. Infolgedessen besteht für den Kreditgeber die Gefahr einer zu positiven Ratingerstellung (Moral Hazard), da eine Ratingagentur als gewinnorientiertes Unternehmen an Mandaten für die Beurteilung weiterer Emissionen interessiert sein dürfte.⁹¹ Erfolgt jedoch aufgrund dieser Interessenkonflikte eine zu positive Bonitätsdarstellung des Kreditnehmers, können letztlich die Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und

⁸⁸ Vgl. v. RANDOW (1996), S. 554, HEINKE (1998), S. 226-227.

⁸⁹ Vgl. HEINKE (1998), S. 225-227.

⁹⁰ Vgl. WIEBEN (2004), S. 26, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 31.

⁹¹ Vgl. HOFFMANN (1991), S. 105, v. RANDOW (1996), S. 551, SEC (2003), S. 41, WIEBEN (2004), S. 27, FROST (2007), S. 479, HEINKE, STEINER (2007), S. 694-695, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 31. Zusätzlich besteht die Gefahr der Beeinflussbarkeit der Ratinganalysten durch den zu beurteilenden Kreditnehmer. Dadurch kann die Informationsübertragungskompetenz für den Kreditgeber eingeschränkt werden, sobald ein Analyst sich aufgrund von Manipulationen (z.B. durch Spenden, etc.) des Kreditnehmers nicht den versprochenen Zugang zu unternehmensinternen Informationen verschafft. Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 695.

-nehmer nicht abgebaut werden. Bei einer Antizipation dieser Möglichkeit durch die Kreditgeber werden diese den Unsicherheits- und Misstrauenszuschlag bei der Ausgestaltung der Finanzierungsbedingungen folglich nicht verringern.⁹²

Um dieser Moral Hazard-Gefahr von Seiten einer Agentur zu entgegnen, müssten Ratingagenturen ihrerseits Signaling-Aktivitäten unternehmen, um ihre Unabhängigkeit und somit eine korrekte Informationsübermittlung bestätigen zu können.⁹³

Des Weiteren könnte der dargelegten Problematik durch eine veränderte Entgeltpolitik entgegnet werden, indem die Ratingnutzer das Rating durch Subskriptions- oder Abonnementsgebühren bezahlen. Infolgedessen wären die Ratingagenturen von den Kapitalgebern abhängig, für die sie glaubwürdige Ratings erstellen.⁹⁴ Dies ist jedoch als problematisch zu sehen, da ein Rating nach Veröffentlichung ein freies Gut darstellt und somit nicht nur dem Subskribenten zur Verfügung steht.⁹⁵ Selbst wenn der Nutzerkreis eingeschränkt werden könnte, bleibt fragwürdig, inwiefern dies ökonomisch von Vorteil wäre, da einerseits der Kreditnehmer an einer weiten Verbreitung seines Ratings interessiert ist, damit dessen Bekanntheit und somit die Liquiditäts- und Markttiefe erhöht werden und somit zu einer Verringerung des Platzierungsrisikos einer Neuemission beitragen kann.⁹⁶ Andererseits wäre der Informationsstand der Kreditgeber durch eine Einschränkung des Nutzerkreises von einer Subskription abhängig, wodurch ein Informationsgefälle zwischen potenziellen Kreditgebern entstehen würde.⁹⁷ Zusätzlich besteht bei der Erhebung von Subskriptionsgebühren die Gefahr, dass dadurch gut ausgebildete Analysten nicht vergütet werden können, wodurch eine Senkung der Ratingqualität einhergehen könnte.⁹⁸

Ein möglicher Interessenkonflikt und die daraus resultierenden Gefahren eines opportunistischen Handelns der Agenturen kann jedoch durch i) die begrenzte Anzahl an Agenturen, ii) deren großen Kundenstamm und iii) relativ starre Strukturen der Ratinggebühren, entgegnet werden.⁹⁹

⁹² Vgl. WIEBEN (2004), S. 28, HEINKE, STEINER (2007), S. 695.

⁹³ Vgl. SMITH, WALTER (2002), S. 289-290, HEINKE, STEINER (2007), S. 695.

⁹⁴ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 695.

⁹⁵ Vgl. EVERLING (1991a), S. 298-299, FROST (2007), S. 478-479, HEINKE, STEINER (2007), S. 695, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 31.

⁹⁶ Vgl. HOFFMANN (1991), S. 37, HEINKE, STEINER (2007), S. 695. Für eine detailliertere Darstellung siehe HOFFMANN (1991), S. 36-37.

⁹⁷ Vgl. WIEBEN (2004), S. 28.

⁹⁸ Vgl. FROST (2007), S. 479.

⁹⁹ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 31-32.

Zusätzlich konnten bislang auch empirische Studien keine Hinweise für mögliche Interessenkonflikte entdecken.¹⁰⁰

Zu beachten gilt jedoch, dass das steigende Angebot von entgeltlichen Nebengeschäften und Beratungsleistungen (z.B. Informationsveranstaltungen, Rating Advisory, etc.) durch Ratingagenturen zu einer Erhöhung der Interessenkonflikte beitragen kann.¹⁰¹ Diese Problematik gilt es besonders beim Ratingprozess von strukturierten Finanzprodukten zu beachten, bei denen den Ratingagenturen im Zuge der *Subprime* Krise verstärkt Interessenkonflikte attestiert werden.¹⁰² Mögliche Interessenkonflikte und die damit einhergehenden Moral Hazard-Gefahren im Bereich der strukturierten Finanzprodukte wurden dabei durch die Abhängigkeit der Agenturen von diesem Geschäftsbereich verstärkt, da der Umsatz der Agenturen bis vor Ausbruch der Finanzkrise zu rd. 40 %¹⁰³ aus diesem Bereich stammte. Da zusätzlich ein erhöhter Bedarf an guten Ratings für strukturierte Finanzprodukte herrschte, unterlagen die Ratingagenturen dem Anreiz der Vergabe von unrealistischen Risikoeinschätzungen, da die Emittenten bei geringerem Rating (meist Investment Banken) diese Ratingagentur zur Bonitätsbewertung der strukturierten Finanzprodukte nicht mehr herangezogen hätten.¹⁰⁴ So ist zumindest im Bereich der Beurteilung der strukturierten Finanzprodukte fragwürdig, inwiefern die Agenturen durch diese Abhängigkeit im Sinne der Kreditgeber gehandelt haben. Infolge dieser Kritik bleibt abzuwarten, ob die Glaubwürdigkeit der Ratings durch die Anstrengungen der Agen-

¹⁰⁰ COVITZ, HARRISON (2003) sehen im Reputationsmechanismus Anreiz zur Erstellung korrekter Ratings. Vgl. COVITZ, HARRISON (2003), S. 23 sowie näheres zum Reputationsmechanismus Kapitel 3.4

¹⁰¹ Vgl. SEC (2003), S. 42, WIEBEN (2004), S. 27-28, FROST (2007), S. 480, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 32.

¹⁰² Vgl. hierzu u.a. MASON, ROSNER (2007), S. 1, COVAL ET AL. (2009), S. 21. Dagegen sah das *Committee on the Global Financial System* (CGFS) noch vor Ausbruch der Finanzkrise beim Ratingprozess strukturierter Finanzprodukte im Vergleich zum Ratingprozess normaler Schuldtitel kein höheres Potenzial für Interessenkonflikte. Vgl. BIS (2005), S. 26.

¹⁰³ Vgl. MOODY'S (2007), S. 5. Im vierten Quartal 2009 ist der Umsatzanteil der strukturierten Finanzprodukte bei MOODY'S auf rd. 31 % gesunken. Vgl. MOODY'S (2010c), S. 39.

¹⁰⁴ Vgl. CROTTY (2009), S. 566. SKRETA, VELDKAMP (2009) zeigen in einem theoretischen Modell, dass die Vergabe von zu guten Ratings (*Rating Inflation*) im Bereich der strukturierten Finanzprodukte auf ihre Komplexität und auf das *Rating Shopping* der Emittenten zurückzuführen ist. Vgl. SKRETA, VELDKAMP (2009), S. 691.

turen zur Vermeidung von Interessenkonflikten¹⁰⁵ wieder hergestellt werden kann.

3.3.3 Ausnutzung von Insiderwissen

Durch die Beauftragung einer Ratingagentur zur Bonitätseinschätzung eines Kreditnehmers erhalten die Analysten der Ratingagentur vertrauliche Informationen, die sie den Kreditgebern in Form eines Ratings zur Verfügung stellen. Da diese Insiderinformationen jedoch zur Verbesserung des eigenen Anlageerfolgs der Ratinganalysten am Kapitalmarkt beitragen kann, besteht durch den Zugang zu Insiderinformationen die Gefahr opportunistischer Handlungen durch die Agenturen.¹⁰⁶ Folglich könnten dadurch die Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und -nehmer nicht abgebaut werden. Da Ratingagenturen jedoch i) am Kapitalmarkt nicht selbst als Kapitalgeber fungieren,¹⁰⁷ ii) kapitalmäßig nicht mit einem Kreditinstitut verbunden sind und iii) strikte Geheimhaltungspflichten mit den Kreditnehmern getroffen werden,¹⁰⁸ wird die Bedeutung dieser Problematik verringert.¹⁰⁹

Eine weitere, aus der Insiderproblematik resultierende Gefahr besteht in einer möglichen selektiven Weitergabe von Insiderinformationen durch die Ratingagenturen an bestimmte Gruppen (z.B. Abonnenten) von Ratingnutzern,¹¹⁰ wodurch diese einen Informationsvorteil erreichen, den sie zulasten anderer Kapitalgeber ausnutzen könnten.¹¹¹ Obgleich dieser Problematik durch das zeitgleiche Publizieren von Ratings und den da-

¹⁰⁵ Bspw. wird ein Ombudsmannbüro errichtet und es erfolgt eine rechtlich operationelle Trennung des Geschäftsbereichs der Ratingdienstleistungen und ihrer Analysten von den übrigen Geschäftsbereichen. Vgl. u.a. S&P (2008b), MOODY'S (2010b), S. 11.

¹⁰⁶ Die *Moral Hazard* Gefahr wird zusätzlich durch die Marktmacht der Ratingagenturen begünstigt. Folgt der Informationsbereitstellung einer Agentur demnach eine Marktreaktion, so kann durch eine gezielte Informationsübertragung der Nutzen des Verbreitens erhöht werden. Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 695-696.

¹⁰⁷ MILLON, THAKOR (1985) zeigen anhand eines theoretischen Modells, dass *Information Gathering Agencies*, unter welche auch Ratingagenturen subsumiert werden können, zu einer Verringerung der *Moral Hazard* Gefahren beitragen können, wenn diese nicht als Kapitalgeber auf dem Kapitalmarkt fungieren. Vgl. grundlegend MILLON, THAKOR (1985), S. 1403 sowie WAPPENSCHMIDT (2009), S. 32.

¹⁰⁸ Durch das Einrichten von *Chinese Walls* sollen vertrauliche Informationen auch nicht an andere Geschäftseinheiten weitergeben werden. Vgl. S&P (2008a), S. 17.

¹⁰⁹ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 32.

¹¹⁰ Vgl. SEC (2003), S. 35-36, FROST (2007), S. 477, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 32.

¹¹¹ Vgl. WIEBEN (2004), S. 29.

zugehörigen Kurzkomentaren sowohl an Abonnenten als auch an die restlichen Kapitalmarktteilnehmer entgegnet wird, ist der ausschließliche Zugang zu Hintergrundinformationen (z.B. Ratingbegründung, Branchenanalysen) der Subskribenten im Kontext dieser Betrachtung problematisch zu sehen.¹¹² Da jedoch die Unternehmen aufgrund der gesetzlichen Pflicht der Ad hoc Publizität wesentliche kursbeeinflussende Informationen unmittelbar veröffentlichen müssen,¹¹³ können die Gefahren einer selektiven Informationsweitergabe durch die Ratingagenturen verringert werden.¹¹⁴ Im Rahmen dessen muss jedoch beachtet werden, inwieweit eine funktionierende Ad hoc Publizität die Informationsübertragungskompetenz der Ratingagenturen einschränkt.¹¹⁵

3.3.4 Mangelnder Ressourceneinsatz

Da es sich bei Ratingagenturen um privatwirtschaftliche Unternehmen handelt, besteht die Gefahr, dass diese eine Kostensenkung oder Gewinnsteigerung zu Lasten der Ratingqualität und -aktualität zu erreichen versuchen.¹¹⁶ Erfolgt die Ratingüberwachung¹¹⁷ dementsprechend durch eine unzureichende Anzahl an Analysten oder findet die Ratingüberwachung anhand eines Kennzahlensystems, basierend auf Jahres- und Quartalsabschlüssen, statt, kann einem Rating eine eingeschränkte Aktualität und Qualität konstatiert werden.¹¹⁸ Des Weiteren besteht die Gefahr einer mangelnden Aktualität und Qualität bei der Beurteilung internationaler Kreditnehmer, wenn ein bewusster Verzicht des Erwerbs von ortsspezifischen Fachkenntnissen bei der Bonitätsbewertung inter-

¹¹² Vgl. FROST (2007), S. 477, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 32.

¹¹³ Vgl. WIEBEN (2004), S. 29, HEINKE, STEINER (2007), S. 696. Unternehmen müssen gem. § 13 WpHG auch eine bevorstehende Ratingherabstufung bekanntgeben. Vgl. O.V. (2004). Da diese durch die Ratingagentur im Falle eines Hinzufügens zur Überwachungsliste erfolgt, indem die mögliche Richtung einer Ratingänderung angezeigt wird, wird dadurch die Informationsübermittlungsfunktion nicht erheblich eingeschränkt.

¹¹⁴ Vgl. WIEBEN (2004), S. 29, HEINKE, STEINER (2007), S. 696, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 32-33.

¹¹⁵ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 696. Die Veröffentlichung von Risiken eines Unternehmens und nicht wesentliche Einzelinformationen sind von dem Ad hoc Gesetz ausgeschlossen, obgleich sie für die Kreditgeber interessant sein können. Vgl. WIEBEN (2004), S. 29.

¹¹⁶ Vgl. WIEBEN (2004), S. 29, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 33.

¹¹⁷ Die Überwachung eines Ratings und somit die Informationsauswertung stellen eine bedeutende Determinante für die Aktualität eines Ratings dar. Vgl. CESR (2004), S. 27. Somit stellt die Überwachung einen wesentlichen Teil des Ratingprozesses dar, da auch die Kreditwürdigkeit nicht konstant ist. Vgl. SINCLAIR (2005), S. 41.

¹¹⁸ Vgl. WIEBEN (2004), S. 24, 232.

nationaler Unternehmen von Seiten der Ratinganalysten erfolgt.¹¹⁹ Da durch diese Gegebenheit das Vertrauen der Kapitalgeber in die Zuverlässigkeit einer Ratingagentur sinkt und somit die Agency-Probleme innerhalb einer Fremdfinanzierungsbeziehung nicht reduziert werden können, erfolgt demgemäß keine Verringerung der Misstrauens- und Unsicherheitszuschläge der Renditeforderungen der Kapitalgeber.¹²⁰

Hinweise für eine mangelnde Aktualität können darin gesehen werden, dass eine jährliche Überprüfung der Ratings in lediglich ca. 12 % der Fälle konstatiert wird.¹²¹ Diese Gegebenheit wird zusätzlich durch Befragungen bestätigt, in denen Investoren den Ratings eine mangelnde Aktualität attestieren.¹²² Zusätzlich deuten die Antizipationseffekte von Ratingänderungen auf eine mangelnde Aktualität der Ratings hin.¹²³ Dagegen kann in den signifikant auftretenden Kursänderungen nach negativen Ratingänderungen ein Grund dafür gesehen werden, dass Ratingagenturen im Interesse der Kreditgeber Bonitätsverschlechterungen im Vergleich zu Verbesserungen schneller berücksichtigen.¹²⁴

Indessen kommen die Analysen bzgl. einer geringen Ratingqualität internationaler Unternehmen zu konträren Ergebnissen. Während BEATTI, SEARLE (1992) einen Länder- und Nationalitätseffekt innerhalb der Ratings von verschiedenen Ratingagenturen nachweisen¹²⁵ stellen AMMER, PACKER (2000) keine Unterschiede der Ausfallraten innerhalb einer Ratingkategorie zwischen amerikanischen Unternehmen und nicht-amerikanischen Unternehmen fest.¹²⁶ Dagegen kann die von CANTOR,

¹¹⁹ Vgl. EVERLING (1996), S. 14-15, WIEBEN (2004), S. 30.

¹²⁰ Vgl. WIEBEN (2004), S. 231, HEINKE, STEINER (2007), S. 696.

¹²¹ Vgl. SCHULTE (1996), S. 121, HEINKE (1998), S. 222, WIEBEN (2004), S. 29.

¹²² Vgl. ELLIS (1997), S. 10-12, BAKER, MANSI (2002), S. 1396. Dagegen sehen Kreditnehmer die Problematik einer mangelnden Aktualität der Ratings nicht. Vgl. BAKER, MANSI (2002), S. 1396.

¹²³ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 33 sowie zu einer Übersicht zu empirischen Studien zum dynamischen Informationsgehalt siehe SCHÄTZLE (2011), S. 15-23.

¹²⁴ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 697 sowie näheres zu den Gründen eines asymmetrischen Informationsgehalts von Ratings siehe Kapitel 3.1.2.2.

¹²⁵ Vgl. BEATTI, SEARLE (1992), S. 374-375, WIEBEN (2004), S. 30. SHIN, MOORE (2003) bestätigt geringere Ratings japanischer Unternehmen durch MOODY'S und S&P. Den Grund dafür sehen sie jedoch nicht in der Nichtberücksichtigung japanischer Besonderheiten bei der Bonitätseinschätzung, sondern in der Analyse von lediglich großen Versicherungsunternehmen. Vgl. SHIN, MOORE (2003), S. 339-342.

¹²⁶ Vgl. AMMER, PACKER (2000), S. 11. Die Autoren zeigen jedoch einen Unterschied der Ausfallraten innerhalb einer Ratingkategorie zwischen amerikanischen Finanzunternehmen und amerikanischen Konzernen auf. Vgl. AMMER, PACKER (2000), S. 11. KUHNER (2001) stellt den Verdacht einer soziokulturellen Verzerrung der Ratings der international tätigen Ratingagenturen (MOODY'S, S&P, FITCH) auf, durch welche Emittenten diskriminiert werden, die nicht den

PACKER (1994) beobachtete geringe Übereinstimmungsquoten unter den Ratingagenturen bei der Kreditnehmerbeurteilung anderer Nationalitäten¹²⁷, die auf eine unterschiedliche Beurteilung der Länderrisiken oder auf fehlende Fachkenntnisse einzelner Ratingagenturen hinsichtlich länderspezifischer Besonderheiten zurückgeführt werden.¹²⁸

Ferner sehen HEINKE, STEINER (2007) Hinweise einer mangelnden Aktualität und Qualität der Ratings, die anhand einer Betrachtung des empirisch beobachtbaren Verlaufs der Anleiherenditen in Abhängigkeit eines Ratings gewonnen werden. Wird dementsprechend eine Ratingagentur von den Kreditgebern als Screening Agent akzeptiert, indem einer Agentur die Erstellung aktueller und qualitativer Ratings attestiert wird, und kommt es im Zuge dessen zu einer Homogenisierung der Erwartungen, so müsste sich gem. dem *Capital Asset Pricing* Model (CAPM) ein linearer Verlauf der Renditeforderungen einstellen. Da empirisch jedoch ein überproportional ansteigender Verlauf¹²⁹ beobachtet werden kann, deutet dies auf bestehende Misstrauens- und Unsicherheitszuschläge hin, die auf noch bestehende oder neu hinzutretende Agency-Probleme zurückgeführt werden könnten. Da die Investoren den Ratings somit eine mangelnde Aktualität beimessen, sind die Misstrauens- und Unsicherheitszuschläge bei Unternehmen mit niedrigeren Ratings, die eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen, am höchsten.¹³⁰

3.3.5 Subjektiver Charakter eines Ratings

Bei der Erstellung eines beauftragten Ratings erhöht sich der subjektive Charakter desselben mit steigender Berücksichtigung qualitativer Faktoren bei der Bonitätsbewertung eines Kreditnehmers.¹³¹ Im Rahmen dessen kann die Subjektivität eines Ratings durch die Existenz von *Split Ratings* zum Ausdruck gebracht werden¹³² So weisen empirischer Studien, die bei Anleiheemissionen, welche von zwei unterschiedlichen Agentu-

angloamerikanischen Idealen hinsichtlich Management und Finanzberichtspraxis folgen. Vgl. KUHNER (2001), S. 4.

¹²⁷ Vgl. CANTOR, PACKER (1994), S. 14-15, WIEBEN (2004), S. 30.

¹²⁸ Vgl. WIEBEN (2004), S. 30-31.

¹²⁹ Vgl. u.a. HEINKE (2000), S. 326.

¹³⁰ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 696-697. Ein weiterer Grund für diesen Verlauf wird auf einen Regulierungseffekt zurückgeführt. Vgl. u.a. CANTOR, PACKER (1997), S. 15-16.

¹³¹ Gem. SERFLING (2007) kann ein unbeauftragtes Rating als objektives Rating interpretiert werden, da die öffentlich zugänglichen Informationen anhand von für alle Kreditnehmer angewandten Kriterien und Gewichten erfolgt. Vgl. u.a. SERFLING (2007), S. 735.

¹³² Vgl. WIEBEN (2004), S. 31, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 33.

ren beurteilt wurden, in 49 % der Fälle ein *Split Rating* nach.¹³³ Dies kann möglicherweise ein Indiz für Qualitätszugeständnisse bei der Ratingerstellung zur Erhaltung eines Mandats darstellen, wodurch Zweifel an der Glaubwürdigkeit und der Objektivität eines Ratings von Seiten der Investoren resultieren kann.¹³⁴

Inwiefern Ratingagenturen solch ein opportunistisches Verhalten attestiert werden kann, muss differenziert, je nach Art des zugrunde liegenden Finanzinstruments, betrachtet werden. So werden *Split Ratings* bei Anleihen einerseits durch empirische Untersuchungen meist auf i) eine unterschiedliche Informationsbasis¹³⁵, ii) unterschiedliche Ratingskalierungen,¹³⁶ iii) undurchsichtige Vermögensgegenstände des bewerteten Emittenten¹³⁷ und auf iv) zufällige Schwankungen an den unteren Grenzen einer Ratingkategorie¹³⁸ zurückgeführt.¹³⁹ Infolgedessen können die Differenzen nicht durch systematische Unterschiede der Agenturen begründet werden,¹⁴⁰ wodurch es keine Andeutungen für ein Anreizproblem als Ursache von *Split Ratings* gibt.¹⁴¹ Im Gegensatz dazu gibt es bei Ratings strukturierter Finanzprodukte deutliche Hinweise auf

¹³³ Vgl. LIVINGSTON ET AL. (2007), S. 53, LIVINGSTON, ZHOU (2010), S. 519-520. Auch unter der Nichtbeachtung von *Split Ratings* widerspricht die Existenz von Doppel- oder Mehrfachratings der Annahme, dass Ratingagenturen durch Ratings eine umfassende Bonitätsbeurteilung des Emittenten erstellen. Auch die Gesetzgebung der SEC, die mindestens zwei Ratings der führenden Ratingagenturen bei einem öffentlichen Verkauf von Wertpapieren verlangt, deutet auf eine mangelnde Glaubwürdigkeit einer Ratingagentur von Seiten der Politik hin. Vgl. EVERLING (1991B), S. 313, EVERLING (1996), S. 8, HEINKE (1998), S. 223.

¹³⁴ Vgl. EDERINGTON (1986), S. 37-38, HEINKE, STEINER (2007), S. 697, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 33.

¹³⁵ Näheres zur unterschiedlichen Informationsbasis von beauftragten und unbeauftragten Ratings siehe Kapitel 2.

¹³⁶ Vgl. CANTOR, PACKER (1994), S. 14, CANTOR, PACKER (1997), S. 1416, DANDAPANI, LAWRENCE (2007), S. 79. Ratingunterschiede aufgrund unterschiedlicher Ratingskalierungen stellen bei der Einbettung von Ratings in die Finanzmarktregulierung ein Problem dar, da diese von einer Gleichheit der Ratingskalen ausgeht. Vgl. CANTOR, PACKER (1994), S. 12-13, CANTOR, PACKER (1997), S. 1416.

¹³⁷ Vgl. MORGAN (2002), S. 887, LIVINGSTON ET AL. (2007), S. 60.

¹³⁸ LIVINGSTON ET AL. (2010) berechnen einen Ratingunterschied zwischen S&P und MOODY'S von 0,14 *Notches*. Vgl. LIVINGSTON ET AL. (2010), S. 1274.

¹³⁹ Vgl. EDERINGTON (1986), S. 46, JEWELL, LIVINGSTON (1998). Näheres hierzu sowie zu den Ursachen für Ratingabweichungen siehe u.a. HEINKE (1998), S. 224-225.

¹⁴⁰ Vgl. HEINKE (1998), S. 223, WIEBEN (2004), S. 31. So kann EDERINGTON (1986) empirisch keine Unterschiede der Standards beider Agenturen feststellen. Vgl. EDERINGTON (1986), S. 46. Dagegen den Ratings von MOODY'S und S&P werden gem. einer Emittentenumfrage eine geringe Konsistenz konstatiert, der Ratingagentur FITCH dagegen nicht. Vgl. EVERLING (2001), S. 64.

¹⁴¹ Vgl. EDERINGTON (1986), S. 46, HOFFMANN (1991), S. 104-105, HEINKE (1998), S. 225, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 33.

Qualitätszugeständnisse bei der Raterstellung,¹⁴² wodurch fragwürdig ist, inwiefern diese Ratings zum Abbau der Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und -nehmer beitragen können.

3.4 Reputationsmechanismus zur Verringerung der Agency Problemen

Aufgrund der soeben dargestellten Problematik besteht das zentrale Problem für die Ratingnutzer in der Glaubwürdigkeit und somit der Qualität eines Ratings. Da die Ratingnutzer jedoch nicht ohne weitere Anstrengungen zwischen guten und schlechten Informationen unterscheiden können, besteht für eine Ratingagentur ein Anreiz, schlechte Informationen zu niedrigeren Kosten zu produzieren (Moral Hazard).¹⁴³ Gem. den Erkenntnissen der Finanzintermediationstheorie kann eine Überwindung der neu entstehenden Agency-Probleme durch die Glaubwürdigkeit bzw. Reputation¹⁴⁴ einer Ratingagentur bei den Marktteilnehmern erreicht werden.¹⁴⁵ Dementsprechend soll dieser marktbasierter Mechanismus zur Bewältigung der neu auftretenden Agency-Probleme durch Ratingagenturen beitragen.¹⁴⁶

Ziel des Reputationsmechanismus ist dabei eine Übermittlung der Glaubwürdigkeit der von einer Ratingagentur produzierten Informationen.¹⁴⁷ Die Reputation dient somit als Signaling Instrument einer Ratingagentur, welches speziell bei mehrperiodigen Verträgen an Bedeutung gewinnt.¹⁴⁸ Im Rahmen dessen können durch die Reputation sowohl die ex ante als auch die ex post Informationsasymmetrien abgebaut wer-

¹⁴² Vgl. ADELSON (2006), ADELSON (2007), S. 11-12, BENMELECH, DLUGOSZ (2009), S. 25.

¹⁴³ HEINKE (1998), S. 216.

¹⁴⁴ Unter Reputation sind die auf Basis von Vergangenheitswerten gebildeten Erwartungen eines Individuums hinsichtlich für diesen unbeobachtbaren Charakteristika/Verhaltensmerkmalen eines Partners zu verstehen. Vgl. grundlegend KREPS, WILSON (1982), MILGROM, ROBERTS (1982), SHAPIRO (1983) sowie HAX (1998), S. 129-190, PÄßLER (2007), S. 174-181.

¹⁴⁵ Vgl. CANTOR, PACKER (1994), S. 4, PARTNOY (2002), S. 67-68, KERWER (2005), S. 460, BECKER, MILBOURN (2008), S. 2.

¹⁴⁶ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 36.

¹⁴⁷ Vgl. HEINKE (1998), S. 216. Ratingagenturen erfüllen die Bedingungen, die an die Wirksamkeit des Reputationsmechanismus geknüpft sind. Dementsprechend i) riskieren Ratingagenturen ihr Reputationskapital bei jeder Initiierung eines Ratings, ii) ist der Verlust des Reputationskapitals durch die Vergabe eines falschen Ratings größer als der Gewinn durch steigende Gebühren und iii) ist die Erstellung eines Ratings mit Kosten für den Emittenten verbunden. Vgl. zu den Voraussetzungen MEGGINSON, WEISS (1991), S. 881 sowie zur Erfüllung dieser durch die Agenturen PARTNOY (1999), S. 633.

¹⁴⁸ Vgl. HEINKE (1998), S. 233, GÖBEL (2002), S. 117.

den.¹⁴⁹ Vor Vertragsabschluss ermöglicht eine gute Reputation einer Ratingagentur die Signalisierung der Interessenwahrnehmung der Ratingnutzer, wodurch das Vertrauen dieser in ein Rating gesteigert werden kann. Der Abbau der ex post Informationsasymmetrien kann dabei durch die individuelle Nutzenmaximierung einer Ratingagentur begründet werden. So befinden sich die Ratingagenturen in einem mehrperiodigen Anreizvertrag, bei welchem zukünftige Erträge von der heutigen Ratingqualität abhängig sind.¹⁵⁰ Infolgedessen wird eine Ratingagentur Handlungen unterlassen, die nicht im Interesse der Ratingnutzer sind. Somit ermöglicht die Reputation den Kreditgebern eine verbesserte Einschätzung der Qualität und der Fähigkeit einer Ratingagentur, wodurch im Zeitablauf Verringerungen von kostenintensiven Monitoring-Maßnahmen einhergehen.¹⁵¹

Dabei kann in der freiwilligen Beschränkung der Geschäftstätigkeiten einer Ratingagentur auf die Erstellung eines Ratings ein Grund für den Aufbau von Reputationskapital gesehen werden. Da somit Gewinneinbußen aus dem Ratinggeschäft nicht durch Gewinne aus alternativen Geschäftstätigkeiten kompensiert werden können, riskiert eine Ratingagentur bei der Vergabe eines Ratings ihre gesamte Reputation. In dieser Selbstbeschränkung kann demnach ein Signal für die Qualität und die Glaubwürdigkeit eines Ratings einer Agentur gesehen werden.¹⁵² Außerdem kann durch die Diversifikation der Kundenstruktur der drei großen, global tätigen Ratingagenturen die Problematik der Abhängigkeit zu einem einzelnen Kreditnehmer weitestgehend entgangen werden, sodass die Glaubwürdigkeit der Marktteilnehmer in ein Rating steigt.¹⁵³ Des Weiteren kann die Intention eines Reputationsaufbaus einer Ratingagentur gem. HEINKE (1998) darin gesehen werden, dass Agenturen i) durch eine feststehende Vergütungsstruktur Kollusionen vermeiden, ii) die Qualität der Ratinganalysten¹⁵⁴ sichergestellt wird so-

¹⁴⁹ Die Reputation als *Signaling* Instrument stellt ein schwer zu fälschendes und starkes Signal dar. Vgl. GÖBEL (2002), S. 117.

¹⁵⁰ Vgl. SHAPIRO (1983), S. 666, HSUEH, KIDWELL (1988), S. 47, HAX (1998), S. 142-151, GÖBEL (2002), S. 117, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 36. Die Reputation kann dabei als Quasi-Rente interpretiert werden. Vgl. PÄBLER (2007), S. 175-177.

¹⁵¹ Vgl. HEINKE (1998), S. 233.

¹⁵² Vgl. MEGGINSON, WEISS (1991), S. 881, HEINKE (1998), S. 236-238, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 36.

¹⁵³ Kleinere Ratingagenturen können dagegen einer wohlwollenderen Bonitätsbewertung unterliegen. Vgl. HEINKE (1998), S. 235-236.

¹⁵⁴ Vgl. BERBLINGER (1996), S. 87-88.

wie iii) personelle oder kapitalmäßige Verflechtungen mit beurteilten Unternehmen ausgeschlossen werden.¹⁵⁵

Zu beachten gilt jedoch, dass ein Reputationsaufbau lediglich bei der Beobachtbarkeit der Ratingqualität im Zeitablauf möglich ist, wodurch sich ein Rating vom reinen Vertrauensgut zu einem Erfahrungsgut entwickeln kann. Da das Ratinggeschäft durch eine hohe Wiederholungsfrequenz bei starker Publizität charakterisiert ist, deutet dies auf die Möglichkeit einer ex post Kontrolle der Ratingqualität hin.¹⁵⁶ Dennoch wird die Wirksamkeit des Reputationsmechanismus zur Sicherstellung der Ratingqualität angezweifelt, da lediglich eine unvollkommene Messung der Ratingqualität durch die Marktteilnehmer möglich ist. Dadurch besteht für eine Ratingagentur ein Motivationsdefizit zu einer gründlichen Bonitätsanalyse eines Kreditnehmers. Stattdessen können hieraus Anreize zur Orientierung eines Ratings an jenen der Konkurrenz resultieren. Dieser Konvergenzanreiz wird dadurch begründet, dass die Schadenshöhe der Reputation einer Ratingagentur im Falle eines falschen Ratings bei gleichzeitig korrekter Bonitätseinschätzung der konkurrierenden Ratingagenturen am höchsten ist. Dementsprechend liegt hierbei eine asymmetrische Verteilung von Möglichkeiten zum Gewinn bzw. Verlust an Reputation vor.¹⁵⁷ Da diese Argumentation jedoch auf der Annahme eines Herdenverhaltens und somit auf einer Vielzahl von Ratingagenturen besteht, kann dieser Problematik aufgrund der Dominanz dreier Ratingagenturen auf dem Ratingmarkt entgegnet werden.¹⁵⁸ Auch die Existenz von *Split Ratings* kann diese Problematik entkräften.¹⁵⁹ Dennoch besteht die Gefahr einer einschränkenden Wirkung des Reputationsmechanismus.

¹⁵⁵ Vgl. HEINKE (1998), S. 237.

¹⁵⁶ Vgl. HEINKE (1998), S. 236-237, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 36.

¹⁵⁷ Vgl. MERTON, BODIE (1992), S. 93, HEINKE (1998), S. 238-239, STOVER (1996), S. 62, KUHNER (2001), S. 4, GRAS (2003), S. 29, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 37. Dieser asymmetrischen Verteilung der Gewinn- bzw. Verlustmöglichkeiten liegt die Annahme der Unmöglichkeit der Vorhersage eines bestimmten Ereignisses von Seiten der Marktteilnehmer zugrunde, wenn die übrigen Ratingagenturen dieses Ereignis nicht prognostiziert haben. Dies resultiert einerseits in einer fehlenden Reputationsbestrafung aller Ratingagenturen. Andererseits gewinnt eine Ratingagentur bei einer korrekten Bonitätseinschätzung bei identischer Fehleinschätzung der übrigen Ratingagenturen aufgrund der unvollkommenen Messung der Ratingqualität nur wenig Reputation, da die Mehrheit der Ratingnutzer die korrekte Ratingaktion als zufällig einstuft. Vgl. MERTON, BODIE (1992), S. 93, HEINKE (1998), S. 238.

¹⁵⁸ Vgl. HEINKE (1998), S. 237, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 37. Im Zuge von Finanzkrisen können Ratingagenturen dennoch Anreize zu einem Konvergenzverhalten unterliegen, wodurch eine prozyklische Wirkung einhergehen kann. Näheres hierzu siehe u.a. KUHNER (2001), S. 5-21, KERWER (2001), S. 25, o.V. (2002).

¹⁵⁹ Vgl. HEINKE (1998), S. 239.

tationsmechanismus, da nur die Qualität eines Ratings und die Leistung einer Ratingagentur im Verhältnis zu konkurrierenden Ratingagenturen von Bedeutung sind.¹⁶⁰

Ein weiterer Kritikpunkt bzgl. der Wirksamkeit des Reputationsmechanismus wird einerseits in den positiven Netzwerkeffekten¹⁶¹ und andererseits in der Standardsetzungsfunktion einer Ratingagentur gesehen. Skeptisch zu betrachten ist hierbei, dass Ratingagenturen nicht nur als Standardsetzer der Bonitätsbeurteilung fungieren, sondern auch deren Einhaltung verifizieren.¹⁶² Da des Weiteren durch die Einführung eines Kreditwürdigkeitsstandards durch die Ratingagenturen die Möglichkeit einer Homogenisierung der Kreditnehmereinschätzung durch die Kapitalgeber resultieren kann, besteht dadurch die Gefahr eines Herdenverhaltens.¹⁶³ Zusätzlich führt eine Abwendung von einem verbreiteten und etablierten Standard sowohl von Seiten der Kapitalgeber als auch von Seiten der Kapitalnehmer zu hohen Wechselkosten. Infolgedessen wird sich eine gering sinkende Ratingqualität nicht erheblich negativ auf die Geschäftstätigkeit einer Ratingagentur niederschlagen.¹⁶⁴ Außerdem unterbleibt aufgrund i) der Marktstruktur, ii) wirksamer Eintrittsbarrieren neuer Agenturen sowie iii) der Gegebenheit, dass meist zwei große Ratingagenturen zur Anfertigung eines Ratings beauftragt werden, weitestgehend die Konkurrenz unter den Ratingagenturen um den besten Standard.¹⁶⁵

Darüber hinaus wird die Wirksamkeit des Reputationsmechanismus durch die immer stärkere Verwendung von Ratings zur Kapitalmarktregulierung¹⁶⁶ angezweifelt. Durch die Einbettung der Ratingagenturen in die Finanzmarktregulierung und ein damit einhergehendes Anerkennungsverfahren für die Agenturen erfolgt einerseits eine Erhöhung der

¹⁶⁰ Vgl. GRAS (2003), S. 29, O.V. (2002), WAPPENSCHMIDT (2009), S. 37.

¹⁶¹ Kapitalnehmer streben durch ein Rating eine breitere Investorenbasis an, Anleihe-Portfoliomanager schauen nach einem kompletten Anwendungsbereich für ihre Investitionsalternativen und ein Portfolio-Sponsor möchte in einem guten Unternehmen sein, bei Abstimmung der Portfolioauflage. Vgl. LANGOHR (2006), S. 92.

¹⁶² Vgl. KERWER (2001), S. 26, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 37.

¹⁶³ GRAS (2003), S. 25, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 37.

¹⁶⁴ Vgl. SINCLAIR (2000), S. 495, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 37.

¹⁶⁵ Vgl. KERWER (2002), S. 45, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 37.

¹⁶⁶ Im Rahmen dessen übernehmen Ratingagenturen die Funktion einer quasi-öffentlichen Aufsichtsinstitution. Vgl. KERWER (2005), S. 464. Näheres zur Einbettung von Ratingagenturen in die Finanzmarktregulierung siehe u.a. PARTNOY (1999) sowie Kapitel 4.3.1.

Markteintrittsbarrieren für neue Ratingagenturen.¹⁶⁷ Andererseits resultiert dadurch neben der Bonitätsbewertung der Kreditnehmer gem. PARTNOY (1999) ein Verkauf von „valuable property rights associated with the ability of a private entity“¹⁶⁸ durch die Ratingagenturen. Im Rahmen dessen argumentiert PARTNOY (1999), dass sich die Geschäftstätigkeit der Agenturen durch die ratingabhängige Finanzmarktregulierung von der Bereitstellung wertvoller Informationen hin zum Verkauf von *Regulatory Licences* gewandelt hat.¹⁶⁹ Außerdem resultiert eine ratingabhängige Regulierung auf der einen Seite aus dem Erfordernis der Beachtung von Ratings von Seiten regulierte institutioneller Investoren, selbst wenn deren Qualität für die Investoren nicht zufriedenstellend ist.¹⁷⁰ Auf der anderen Seite implizieren Ratings für Regulierungszwecke eine regulatorisch bedingte Ratingnachfrage, da Kreditnehmer gezwungen werden, ein Rating zu beantragen, wenn sie einen Finanztitel bei speziellen Investoren¹⁷¹ platzieren möchten.¹⁷² Durch diese Gegebenheit besteht somit die Gefahr der Erstellung ungenauer Ratings, wodurch fragwürdig ist, inwiefern die Ratingagenturen im Sinne der Kreditgeber handeln.¹⁷³

Aufgrund dieser Gegebenheiten ergibt sich eine differenzierte Betrachtung hinsichtlich der Verringerung der durch die Ratingagenturen neu auftretenden Agency-Probleme. Obgleich eine Ratingagentur durch ihre Reputation einem wirksamen Sanktions- und Anreizmechanismus unterliegt, ist fragwürdig, inwiefern die zunehmende Verwendung von Ratings zu Regulierungszwecken der Erstellung qualitativ hochwertiger Ratings entgegensteht. Im Zuge dessen muss betrachtet werden, inwiefern die Ratingqualität von Seiten der Ratingagentur gewahrt wird.

¹⁶⁷ Vgl. PARTNOY (1999), S. 623-624, KERWER (2001), S. 23, PARTNOY (2002), S. 66, WHITE (2002), S. 52, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 38.

¹⁶⁸ PARTNOY (1999), S. 623.

¹⁶⁹ Vgl. PARTNOY (1999), S. 623-624.

¹⁷⁰ Vgl. KERWER (2001), S. 24-25, PÄßLER (2007), S. 215-216, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 38.

¹⁷¹ Unter dieser Investorengruppe sind im Allgemeinen Finanzinstitute zu sehen, deren Investitionen auf eine bestimmte Ratingkategorie limitiert werden. Vgl. u.a. WHITE (2002), S. 51.

¹⁷² Vgl. WHITE (2002), S. 51-52, GRAS (2003), S. 22-23, KERWER (2005), S. 464-466, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 38.

¹⁷³ Des Weiteren gibt es Hinweise, dass der Reputationsmechanismus in Zeiten von Finanzkrisen keine Wirkung entfaltet. Vgl. KERWER (2001), S. 25. Ferner besteht die Gefahr, dass zunehmender Wettbewerb auf dem Ratingmarkt zu einer sinkenden Ratingqualität führen kann. Vgl. BECKER, MILBOURN (2010), S. 30-31.

4 Schlussfolgerung

Das zentrale Ziel dieser Arbeit bestand in der Analyse der Funktionen der Ratingagenturen im Kontext der neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie. Im Rahmen dieser Analyse konnte dargelegt werden, dass Ratingagenturen die aus den ex ante und ex post Informationsasymmetrien zwischen Kreditgeber und -nehmer resultierenden Probleme reduzieren können. Infolge dieser Aufführungen kann den Ratingagenturen durch ihre Funktion der Offenlegung und Zertifizierung von bonitätsrelevanten Informationen eine effizienzsteigernde Wirkung konstatiert werden. Allerdings muss beachtet werden, dass durch die Existenz von Ratingagenturen weitere Agency-Probleme entstehen können. Im Rahmen dessen wurden mögliche Agency-Probleme durch die Einschaltung von Ratingagenturen exploriert, wobei der Fokus auf der Beziehung zwischen Kreditgeber und Ratingagentur lag. Wie aus folgender Abbildung hervorgeht, stellt eine mangelnde Ratingqualität und eine damit einhergehende geringe Akzeptanz des Ratings unter den Ratingnutzer das Hauptproblem dar. Aufbauend darauf wurde die Bedeutung der Reputation einer Ratingagentur dargestellt und analysiert, inwiefern dieser Mechanismus zu einer qualitativen Raterstellung beitragen kann.

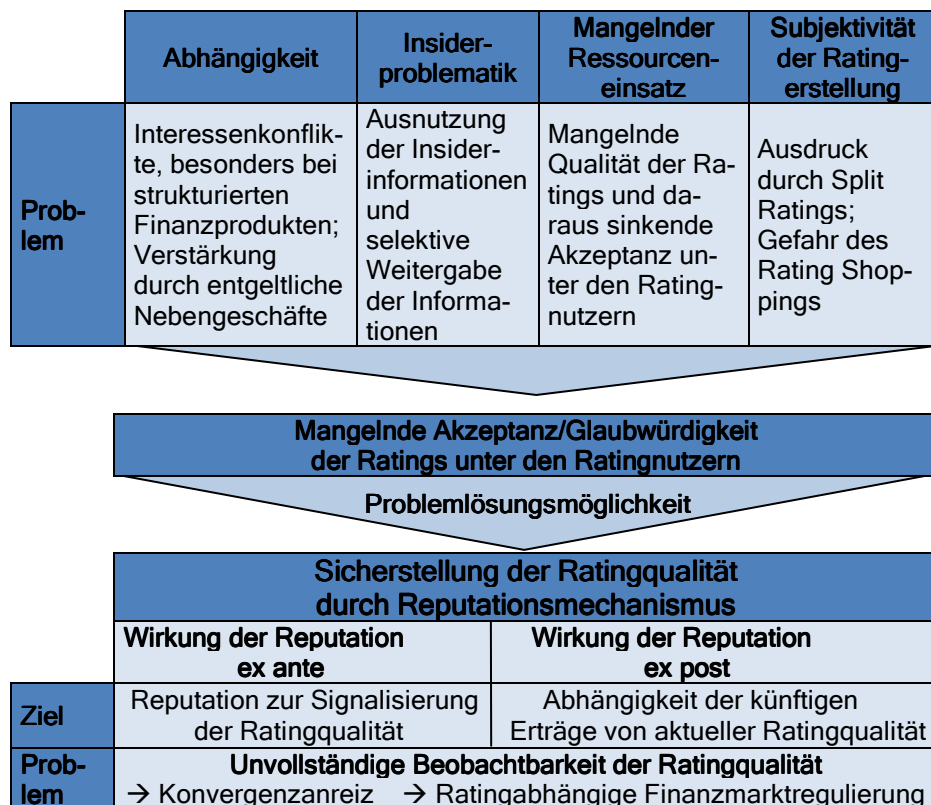


Abb. 3 Agency-Probleme durch Ratingagentur und mögliche Lösung

Quelle: Eigene Darstellung.

Obgleich durch den Reputationsmechanismus Anreize für eine qualitativ hochwertige Raterstellung ausgehen, muss im Rahmen dessen die Einbettung der Ratingagenturen in die Finanzmarktregulierung kritisch gesehen werden. Hierdurch besteht die Gefahr, dass Agenturen durch ihre Ratings vermehrt *Regulatory Licences* anstelle von qualitativ hochwertigen Ratings bereitstellen.

Schlussendlich gilt es im Bezug zur aktuellen Kritik an den Ratingagenturen vermehrt ein Augenmerk auf ihre originären Funktionen sowie die Nutzungsmöglichkeiten ihrer Ratings durch die Kapitalmarktteilnehmer zu richten. Durch die Bereitstellung und Veröffentlichung der Ratings liefern die Agenturen einen wichtigen Beitrag zum Abbau der Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Emittenten. Jedoch können sie den Kapitalmarktteilnehmer bei einer Anlageentscheidung keine Sicherheit bieten, sodass eine Investitionsentscheidung nicht ausschließlich auf einem Rating beruhen sollte: „*Credit ratings are no investment advice, or buy, hold, or sell recommendations. They are just one factor investors may consider in making investment decisions.*“¹⁷⁴ Unter Berücksichtigung dieser Tatsache lässt sich zu dem Schluss kommen, dass Ratingagenturen eine nutzenstiftende Institution zum Abbau der Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Emittenten darstellt.

¹⁷⁴ Vgl. S&P (2010b).

Literaturverzeichnis

- ADELSON, M. (2006): Rating Shopping - Now the Consequences. Nomura Securities International. Nomura Fixed Income Research, 16. Februar. Online verfügbar unter http://www.securitization.net/pdf/Nomura/RatingShop_16Feb06.pdf, zuletzt geprüft am 15.12.2010.
- ADELSON, M. (2007): The Role of the Credit Rating Agencies in the Structured Finance Market. Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises. Online verfügbar unter <http://financialservices.house.gov/hearing110/adelson.pdf>, zuletzt geprüft am 15.12.2010.
- AKERLOF, G. A. (1970): The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: The Quarterly Journal of Economics, Jg. 84, H. 3, S. 488-500.
- ALCHIAN, A. A., WOODWARD, S. (1988): The Firm is Dead; Long Live the Firm: A Review of Oliver E. Williamson's The Economic Institutions of Capitalism. In: Journal of Economic Literature, Jg. 26, H. 1, S. 65-79.
- AMMER, J., PACKER, F. (2000): How Consistent are Credit Ratings? A Geographic and Sectoral Analysis of Default Risk. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers, 668. Online verfügbar unter <http://ideas.repec.org/p/fip/fedgif/668.html>, zuletzt geprüft am 08.11.2010.
- ARROW, K. J. (1985): THE Economics of Agency. In: PRATT, J. W., KENNETH, K. J. A. (HG.): Principals and Agents: The Structure of Business. Boston, Mass.: Harvard Business School Pr., S. 37-51.
- BAKER, K. H., MANSI, S. A. (2002): Assessing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors. In: Journal of Business Finance & Accounting, Jg. 29, H. 9-10, S. 1367-1398.
- BANNIER, C. E., BEHR, P., GÜTTLER, A. (2010): Rating Opaque Borrowers: Why are Unsolicited Ratings Lower? In: Review of Finance, Jg. 14, H. 2, S. 263-294.
- BARNEA, A., HAUGEN, R. A., SENBET, L. W. (1985): Agency Problems and Financial Contracting. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- BEATTI, V. A., SEARLE, S. H. (1992): Credit-Ratings: The Relationship between Rater Agreement and Issuer/Rater Characteristics. In: Journal of International Securities Markets, Jg. 6, H. Winter, S. 371-375.

- BECKER, B., MILBOURN, T. (2008): Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry. Harvard Business School Working Paper. Online verfügbar unter <http://www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf>, zuletzt geprüft am 24.10.2010.
- BECKER, B., MILBOURN, T. (2010): How did Increased Competition Affect Credit Ratings? National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, Working Paper 16404. Online verfügbar unter <http://www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf>, zuletzt geprüft am 24.10.2010.
- BENMELECH, E., DLUGOSZ, J. (2009): The Credit Rating Crisis. NBER Working Paper, H. 15045. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1415208, zuletzt geprüft am 24.11.2010.
- BENSTON, G. J., SMITH, C. W., JR. (1976): A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation. In: Journal of Finance, Jg. 31, H. 2, S. 215-231.
- BERBLINGER, J. (1996): Ansätze der internationalen Ratingagenturen. Marktakzeptanz des Ratings durch Qualität. In: BÜSCHGEN, H. E., EVERLING, O. (HG.): Handbuch Rating. Wiesbaden: Gabler, S. 21-110.
- BIS (2005): The role of ratings in structured finance: issues and implications. Committee on the Global Financial System Publications, 23. Online verfügbar unter <http://www.bis.org/publ/cgfs23.pdf>, zuletzt geprüft am 10.12.2010.
- BLICKLE-LIEBERSBACH, M. (1990): Agency-Theorie : Rahmenbedingungen und Entlohnung. Ulm.
- BOOT, A. W., MILBOURN, T., SCHMEITS, A. (2006): Credit Ratings as Coordination Mechanisms. In: Review of Financial Studies, Jg. 19, H. 1, S. 81-118.
- BREID, V. (1995): Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungsträgern. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 47, H. 9, S. 821-854.
- CANTOR, R., PACKER, F. (1994): The Credit Rating Industry. In: Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Jg. 19, H. 2, S. 1-26. Online verfügbar unter http://www.ny.frb.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.html, zuletzt geprüft am 10.10.2010.
- CANTOR, R., PACKER, F. (1997): Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry. In: Journal of Banking & Finance, Jg. 21, H. 10, S. 1395-1417.

- CESR (2004): CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies. Bank for International Settlements. Consultative Paper. Online verfügbar unter http://www.cesr-eu.org/data/document/04_612b.pdf, zuletzt geprüft am 16.12.2010.
- COVAL, J., JUREK, J., STAFFORD, E. (2009): The Economics of Structured Finance. In: Journal of Economic Perspectives, Jg. 23, H. 1, S. 3-25.
- COVITZ, D. M., HARRISON, P. (2003): Testing Conflicts of Interest at Bond Rating Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate. FEDS Working Paper. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=512402, zuletzt geprüft am 14.12.2010.
- CROTTY, J. (2009): Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'. In: Cambridge Journal of Economics, Jg. 33, H. 4, S. 563-580.
- DANDAPANI, K., LAWRENCE, E. R. (2007): Examining Split Bond Ratings: Effect of Rating Scale. In: Quarterly Journal of Business and Economics, Jg. 46, H. 2, S. 65-82.
- DIAMOND, D. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: Review of Economic Studies, Jg. 51, H. 3, S. 393-414.
- DIMITRAKOPOULOS, D., SPAHR, R. (2004): Ablauf des Ratingverfahrens bei internationalen Ratingagenturen. In: Achleitner, A.-K., Everling, O. (Hg.): Handbuch Ratingpraxis. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 211-222.
- EDERINGTON, L. H. (1986): Why Split Ratings Occur? In: Financial Management, Jg. 15, H. 1, S. 37-47.
- ELLIS, D. M. (1997): Different Sides of the Same Story: Investors' and Issuers' View of Rating Agencies. Babson College. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=40680, zuletzt geprüft am 11.12.2010.
- ESTRELLA, A., ET AL. (2000): Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information. Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, August. Online verfügbar unter http://www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf, zuletzt geprüft am 27.12.2010.
- EVERLING, O. (1991A): Credit Rating durch internationale Agenturen. Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des rating. Univ., Diss--Köln. Wiesbaden: Gabler.
- EVERLING, O. (1991B): Projektgesellschaft für europäisches Rating. In: Die Bank, H. 6, S. 308-314.

- EVERLING, O. (1995): Rating, externes. In: GERKE, W., STEINER, M. (HG.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. Unt. Mitarb. v. zahlr. Fachgelehrten u. Experten aus Wissenschaft und Praxis. 2. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 1755-1770.
- EVERLING, O. (1996): Ratingagenturen an nationalen und internationalen Finanzmärkten. In: BÜSCHGEN, H. E., EVERLING, O. (HG.): Handbuch Rating. Wiesbaden: Gabler, S. 3-18.
- EVERLING, O. (2001): Ratingagenturen im Urteil der Emittenten. In: Die Bank, H. 1, S. 62-65.
- EVERLING, O. (2010): Credit Rating. In: ROBERTS, L., MOSENA, R., WINTER, E. (HG.): Gabler Wirtschaftslexikon. 17., komplett aktualisierte und erw. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 635-639.
- FAMA, E. F., JENSEN, M. C. (1983A): Agency Problems and Residual Claims. In: Journal of Law and Economics, Jg. 26, H. 2, S. 327-349.
- FAMA, E. F., JENSEN, M. C. (1983B): Separation of Ownership and Control. In: Journal of Law and Economics, Jg. 26, H. 2, S. 301-325.
- FIMALAC (2009): Annual Report 2009. Online verfügbar unter http://www.prline.com/mriwebsites/3794/documents/rapports/Fimalac_RapportAnnuel_UK_BD.pdf, zuletzt geprüft am 22.12.2010.
- unter <http://www.fitchratings.cl/Upload/countryceling.pdf>, zuletzt geprüft am 28.02.2011.
- FITCH (2010): Definition of Ratings and Other Forms of Opinion, Oktober. Online verfügbar unter http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf, zuletzt geprüft am 15.10.2010.
- FRANKE, G., HAX, H. (2009): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt. 6., überarb. und erw. Aufl. Berlin: Springer.
- FROST, C. A. (2007): Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies. In: Journal of Accounting, Auditing & Finance, Jg. 22, H. 3, S. 469-492.
- GÖBEL, E. (2002): Neue Institutionenökonomik. Konzeption und betriebswirtschaftliche Anwendungen. Stuttgart: Lucius & Lucius.
- GOH, J. C., EDERINGTON, L. H. (1993): Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders? In: Journal of Finance, Jg. 48, H. 5, S. 2001-2008.

- GRAS, I. (2003): The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Rolle der Rating-agenturen auf den internationalen Finanzmärkten. In: REGEM Analysis, H. 6. Online verfügbar unter http://chinapolitik.org/studien/regem/regem_no6.pdf, zuletzt geprüft am 28.09.2010.
- HARTMANN-WENDELS, T., PFINGSTEN, A., WEBER, M. (2010): Bankbetriebslehre. 5., überarb. Aufl. Berlin: Springer.
- HAX, G. (1998): Informationsintermediation durch Finanzanalysten. Eine ökonomische Analyse. Univ., Diss.--Frankfurt (Main). Frankfurt am Main: Lang.
- HAX, H., HARTMANN-WENDELS, T., HINTEN, P. VON (2001): Grundlagen der Finanzierungstheorie. In: BREUER, R.-E. (HG.): Handbuch Finanzierung. 3. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 583-608.
- HEINKE, V. G. (1998): Bonitätsrisiko und Credit Rating festverzinslicher Wertpapiere. Eine empirische Untersuchung am Euromarkt. Bad Soden/Ts.: Uhlenbruch.
- HEINKE, V. G., STEINER, M. (2007): Ansätze zur Theoriebildung im Rating. Rating aus Sicht der modernen Finanzierungstheorie. In: BÜSCHGEN, H. E., EVERLING, O. (HG.): Handbuch Rating. 2., aktualisierte und erw. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 655-707.
- HO, T. S., MICHAELY, R. (1988): Information Quality and Market Efficiency. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Jg. 23, H. 1, S. 53-70.
- HOFFMANN, P. (1991): Bonitätsbeurteilung durch Credit Rating. Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten eines Instruments zur Optimierung von Investitions- und Finanzierungsprozessen. Berlin: Schmidt.
- HSUEH, P. L., KIDWELL, D. S. (1988): Bond Ratings: Are Two Better Than One? In: Financial Management, Jg. 17, H. 1, S. 46-53.
- HSUEH, P. L., LIU, A. Y. (1993): Should All Tax-Exempt Borrowers with Investment-Grade Quality Acquire Credit Ratings? In: Journal of Business Finance & Accounting, Jg. 20, H. 2, S. 291-306.
- JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: Journal of Financial Economics, Jg. 3, H. 4, S. 305-360.
- JEWELL, J., LIVINGSTON, M. (1998): Split Ratings, Bond Yields, and Underwriter Spreads. In: Journal of Financial Research, Jg. 21, H. 2, S. 185-204.

- KEENAN, S. C., FONS, J. S., CARTY, L. V. (1998): An Historical Analysis of Moody's Watchlist. Moody's Investors Service. Online verfügbar unter <http://www.moodyskmv.com/research/files/wp/38755.pdf>, zuletzt geprüft am 07.12.2010.
- KERWER, D. (2002): Rating Agencies: Setting a Standard for Global Financial Markets. In: Economic Sociology - European Electronic Newsletter, Jg. 3, H. 3, S. 40-46. Online verfügbar unter <http://econsoc.mpi-fg-koeln.mpg.de/archive/esjune02.pdf#page=40>, zuletzt geprüft am 23.12.2010.
- KERWER, D. (2005): Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies. In: Governance, Jg. 18, H. 3, S. 453-475.
- KLEIN, B., CRAWFORD, R. G., ALCHIAN, A. A. (1978): Vertical Integration, Appropriate Rents, and the Competitive Contracting Process. In: Journal of Law and Economics, Jg. 21, H. 2, S. 297-326.
- KLEY, C. R. (2003): Mittelstands-Rating. Externe Credit Ratings und die Finanzierung mittelständischer Unternehmen. Univ., Diss.--St. Gallen, 2003. 1. Aufl. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl.
- KLEY, C. R. (2004): Erklärungen für den Erfolg kleiner und großer Ratingagenturen. Working Paper. Online verfügbar unter http://www.kleynet.de/2004_Kley_Analyse_des_Erfolges_grosser_und_kleiner_RatingWorkingPaper1Feb2004.pdf, zuletzt geprüft am 14.10.2010.
- KLEY, C. R., PAPE, D. (2004): Ratingstandards zur Sicherung der Ratingqualität - Ratinggrundsätze des Rating Cert e.V. In: ACHLEITNER, A.-K., EVERLING, O. (HG.): Handbuch Ratingpraxis. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 921-927.
- KREPS, D. M., WILSON, R. (1982): Reputation and Imperfect Information. In: Journal of Economic Theory, Jg. 27, H. 2, S. 253-279.
- KUHNER, C. (2001): Financial Rating Agencies: Are They Credible? - Insights into the Reporting Incentives of Rating Agencies in Times of Enhanced Risk. In: Schmalenbachs Business Review, Jg. 53, S. 2-26.
- LANGOHR, H. M. (2006): The Credit Rating Agencies and their Credit Ratings. In: Journal of Financial Transformation, H. Fall, S. 85-96.
- LANGOHR, H. M., LANGOHR, P. T. (2008): The Credit Rating Agencies and their Credit Ratings. What They are, How They work and Why They are Relevant. Chichester: Wiley.

- LEVICH, R. M., MAJNONI, G., REINHART, C. M. (2002): Introduction: Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System: Summary and Policy Implication. In: LEVICH, R. M., MAJNONI, G., REINHART, C. M. (HG.): Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Boston, Mass.: Kluwer Academic Publ, S. 1-15.
- LIVINGSTON, M., ZHOU, L. (2010): Split Bond Ratings and Information Opacity Premiums. In: Financial Management, Jg. 39, H. 2, S. 515-532.
- LIVINGSTON, M., NARANJO, A., ZHOU, L. (2007): Asset Opaqueness and Split Bond Ratings. In: Financial Management, Jg. 36, H. 3, S. 49-62.
- LIVINGSTON, M., WEI, J. D., ZHOU, L. (2010): Moody's and S&P Ratings: Are They Equivalent Conservative Ratings and Split Rated Bond Yields. In: Journal of Money, Credit and Banking, Jg. 42, H. 7, S. 1267-1293.
- MASON, J. R., ROSNER, J. (2007): Where did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions. Drexel University. Working Paper. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1027475, zuletzt geprüft am 10.12.2010.
- MAY, A. D. (2010): The Impact of Bond Rating Changes on Corporate Bond Prices: New Evidence from the Over-the-Counter Market. In: Journal of Banking & Finance, Jg. 34, H. 11, S. 2822-2836.
- MCGRAW-HILL (2009): ANNUAL REPORT 2009. Online verfügbar unter http://www.mcgraw-hill.com/about/annual_report/ar2009.pdf, zuletzt geprüft am 10.01.2011.
- MEGGINSON, W. L., WEISS, K. A. (1991): Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. In: Journal of Finance, Jg. 46, H. 3, S. 879-903.
- MERTON, R. C., BODIE, Z. (1992): On the Management of Financial Guarantees. In: Journal of the Financial Management Association, Jg. 21, H. 4, S. 87-109.
- MILGROM, P. R., ROBERTS, J. (1982): Predation, Reputation, and Entry Deterrence. In: Journal of Economic Theory, Jg. 27, H. 2, S. 280-312.
- MILGROM, P. R., ROBERTS, J. (1992): Economics, organization and management. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- MILLON, M. H., THAKOR, A. V. (1985): Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies. In: Journal of Finance, Jg. 40, H. 5, S. 1403-1422.

- MOODY'S (2007): Investor Presentation. Online verfügbar unter <http://library.corporate-ir.net/library/12/123/123831/items/236937/MCO%20March%20Long%20FINAL.pdf>, zuletzt geprüft am 10.12.2010.
- MOODY'S (2009A): Annual Report 2009. Online verfügbar unter http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/1091306344x0x357694/7E564B28-2436-4C87-AA6E-FA853E1262AC/Moody_s_2009_Annual_Report.pdf, zuletzt geprüft am 09.01.2011.
- MOODY'S (2009B): Rating Symbols & Definition. Online verfügbar unter <http://v3.moodys.com/sites/products/AboutMoodysRatingsAttachments/MoodysRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>, zuletzt geprüft am 15.10.2010.
- MOODY'S (2010A): Designating Unsolicited Credit Ratings in the European Union. Online verfügbar unter http://v3.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PB_C_127436, zuletzt geprüft am 09.10.2010.
- MOODY'S (2010B): Code of Professional Conduct. Online verfügbar unter http://v3.moodys.com/uploadpage/Mco%20Documents/Documents_professional_conduct.pdf, zuletzt geprüft am 10.12.2010.
- MOODY'S (2010c): Investor Presentation. Online verfügbar unter http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/1091306344x0x393842/b699412f-3f52-4a98-85d7-b25f3805aa4f/_MCO_Presentation-2Q2010.pdf, zuletzt geprüft am 10.12.2010.
- MORGAN, D. P. (2002): Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry. In: American Economic Review, Jg. 96, H. 4, S. 874-888.
- o.V. (2002): Badly Overrated. In: The Economist, Ausgabe 16.02, 2002. Online verfügbar unter <http://www.economist.com/node/1132739>, zuletzt geprüft am 21.12.2010.
- o.V. (2004): Ad-hoc-Publizität: Geänderte Pflichten durch AnSVG. Online verfügbar unter http://www.investor-relations-newsletter.de/extra/newsletter.php?ART_ID=143&BACKLINK=/goodies/newsletter_archiv.php?NEW_ID=19, zuletzt geprüft am 11.12.2010.
- o.V. (2011): Zu optimistische Rating-Agentur S&P. In: Neue Züricher Zeitung, Ausgabe 17.05.2011. Online verfügbar unter http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/zu_optimistische_rating-agentur_sampp_1.10604446.html, zuletzt geprüft am 24.05.2011.

- OEHLER, A., VOIT, M. (1999): Informationsökonomische Aspekte des Bond-Ratings. In: BankArchiv, Jg. 47, H. 12, S. 968-974.
- PARTNOY, F. (1999): The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two thumbs Down For the credit Rating Agencies. In: Washington University Law Quarterly, Jg. 77, H. 3, S. 620-711.
- PARTNOY, F. (2002): The Paradox of Credit Ratings. In: LEVICH, R. M., MAJNONI, G., REINHART, C. M. (HG.): Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Boston, Mass.: Kluwer Academic Publ, S. 65-84.
- PÄßLER, N. M. (2007): Interessenkonflikte in der Informationsintermediation. Eine ökonomische Analyse. Univ., Diss.--Köln, 2007. Frankfurt am Main: Lang.
- PICOT, A., DIETL, H., FRANCK, E. (2008): Organisation. Eine ökonomische Perspektive. 5., aktualisierte und überarb. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- POON, W. P. (2003): Are Unsolicited Credit Ratings biased Downward? In: Journal of Banking & Finance, Jg. 27, H. 4, S. 593-614.
- PRATT, J. W., KENNETH, K. J. (1985): Principals and Agents: An Overview. In: PRATT, J. W., KENNETH, K. J. A. (HG.): Principals and Agents: The Structure of Business. Boston, Mass.: Harvard Business School Pr, S. 1-35.
- RANDOW, P. V. (1996): Rating im Recht der Finanzmärkte. Rating und Regulierung. In: BÜSCHGEN, H. E., EVERLING, O. (HG.): Handbuch Rating. Wiesbaden: Gabler, S. 543-576.
- REICHLING, P., BIETKE, D., HENNE, A. (2007): Praxishandbuch Risikomanagement und Rating. Ein Leitfaden. 2., überarb. und erw. Aufl. Wiesbaden: Gabler.
- ROTHSCHILD, M., STIGLITZ, J. E. (1976): Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information. In: Quarterly Journal of Economics, Jg. 90, H. 4, S. 629-649.
- RUDOLPH, B. (2006): Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt. Tübingen: Mohr Siebeck.
- S&P (2006): Report on Implementation of Standard & Poor's Ratings Services Code of Conduct. Online verfügbar unter http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/Implementation_Report_Feb_15.pdf, zuletzt geprüft am 22.10.2010.
- S&P (2008A): Corporate Ratings Criteria 2008. Online verfügbar unter <http://www.nafoa.org/pdf/CorporateCriteriaBook-2008.pdf>, zuletzt geprüft am 19.10.2010.

- S&P (2008B): S&P's Steps to Further manage Potential Conflicts of Interest, Strengthen the Ratings Process, and Better serve the Markets. Online verfügbar unter http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/leadership_actions_progress.pdf, zuletzt geprüft am 10.12.2010.
- S&P (2010A): Standard & Poor's Rating Definitions, August. Online verfügbar unter http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Ratings_Definitions.pdf, zuletzt geprüft am 16.10.2010.
- S&P (2010B): About Credit Ratings. Key Things You should know about Credit Ratings. Online verfügbar unter <http://www2.standardandpoors.com/aboutcreditratings/>, zuletzt geprüft am 22.11.2010.
- SCHÄFER, H. (2002): Unternehmensfinanzen. Grundzüge in Theorie und Management ; mit 48 Tabellen. 2., überarb. und erw. Aufl. Heidelberg: Physica-Verl.
- SCHÄTZLE, D. (2011): Ratingagenturen in der neoklassischen Finanzierungstheorie - Eine Auswertung empirischer Studien zum Informationsgehalt von Ratings. Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, H. 110.
- SCHULTE, R. (1996): Kursänderungsrisiken festverzinslicher Wertpapiere. Fernuniv., Diss.--Hagen, 1995. Wiesbaden: Gabler.
- SEC (2003): Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, zuletzt geprüft am 10.12.2010.
- SERFLING, K. (2007): Möglichkeiten und Grenzen des Credit Ratings. In: Büschgen, H. E., Everling, O. (Hg.): Handbuch Rating. 2., aktualisierte und erw. Aufl. Wiesbaden: Gabler, S. 709-746.
- SHAPIRO, C. (1983): Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations. In: Quarterly Journal of Economics, Jg. 98, H. 4, S. 659-680.
- SHIN, Y. S., MOORE, W. T. (2003): Explaining Credit Rating Differences between Japanese and U.S. Agencies. In: Review of Financial Economics, Jg. 12, H. 4, S. 327-344.
- SINCLAIR, T. J. (2000): Reinventing Authority: Embedded Knowledge Networks and the New Global Finance. In: Environment and Planning C: Government and Policy, Jg. 18, H. 4, S. 487-502.

- SINCLAIR, T. J. (2005): *The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness.* Ithaca, NY: Cornell Univ. Press.
- SKRETA, V., VELDKAMP, L. (2009): Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation. In: *Journal of Monetary Economics*, Jg. 56, H. 5, S. 678-695.
- SMITH, R. C., WALTER, I. (2002): Rating Agencies: Is There an Agency Issue? In: Levich, R. M., Majnoni, G., Reinhart, C. M. (Hg.): *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System.* Boston, Mass.: Kluwer Academic Publ, S. 289-318.
- SPENCE, M. (1973): Job Market Signaling. In: *Quarterly Journal of Economics*, Jg. 87, H. 3, S. 335-374.
- SPENCE, M. (1976): Informational Aspects of Market Structure: An Introduction. In: *Quarterly Journal of Economics*, Jg. 90, H. 4, S. 591-597.
- SPREMANN, K. (1996): *Wirtschaft, Investition und Finanzierung.* 5., vollst. überarb., erg. und aktualisierte Aufl. München: Oldenbourg.
- STEINER, M., KÖLSCH, K. (1989): Finanzierung - Zielsetzung, zentrale Ergebnisse und Entwicklungsmöglichkeiten der Finanzierungsforschung. In: *Die Betriebswirtschaft*, Jg. 49, H. 4, S. 409-432.
- STIGLITZ, J. E. (1975): The Theory of "Screening," Education, and the Distribution of Income. In: *American Economic Review*, Jg. 65, H. 3, S. 283-300.
- STIGLITZ, J. E., WEISS, A. (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: *American Economic Review*, Jg. 71, H. 3, S. 393-410.
- STORCK, E. (1991): Die Finanzmärkte werden transparenter. In: *Die Bank*, H. 1, S. 10-14.
- STOVER, R. D. (1996): Third-Party Certification in New Issues of Corporate Tax-Exempt Bonds: Standby Letter of Credit and Bond Rating Interaction. In: *Journal of the Financial Management Association*, Jg. 25, H. 1, S. 62-70.
- SYLLA, R. (2002): AN Historical Primer on the Business of Credit Rating. In: LEVICH, R. M., MAJNONI, G., REINHART, C. M. (HG.): *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System.* Boston, Mass.: Kluwer Academic Publ., S. 19-40.
- WAGNER, W.-C. (1991): *Rating mittelständischer Unternehmungen. Fundierung und Konzeption einer standardisierten Unternehmensbeurteilung durch Rating.* Univ., Diss.--Mannheim, 1991. Frankfurt am Main: Lang.

- WAPPENSCHMIDT, C. (2009): Ratinganalyse durch internationale Ratingagenturen. Empirische Untersuchung für Deutschland, Österreich und die Schweiz. Univ., Diss.--München, 2008. Frankfurt am Main: Lang.
- WASSMUTH, D. (2004): Rating in China. Entwicklung von Kreditratingsystemen, Risikokultur und die Standards von Basel II. Univ., Diss.--München, 2004. 1. Aufl. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl.
- WHITE, L. (2002): The Credit Rating Industry: An Industrial Organizational Analysis. In: Levich, R. M., Majnoni, G., Reinhart, C. M. (Hg.): Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Boston, Mass.: Kluwer Academic Publ, S. 41-64.
- WHITE, L. J. (2010): Markets: The Credit Rating Agencies. In: Journal of Economic Perspectives, Jg. 24, H. 2, S. 211-226.
- WIEBEN, H.-J. (2004): Credit Rating und Risikomanagement. Vergleich und Weiterentwicklung der Analysekonzepte. Univ., Diss.--Münster, 2003. 1. Aufl. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl.
- WILLIAMSON, O. E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting. New York, NY: Free Press.

Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster

-
- | | |
|--|---|
| Nr. 77
<i>Christoph Heller</i>
Akteure der deutschen Gesundheitswirtschaft -
eine Analyse der Wirkungen von Marktakteuren
auf die Krankenhausbranche
Januar 2009 | Nr. 87
<i>Annegret Saxe</i>
Erfolgsfaktoren von Stiftungs Kooperationen -
Ergebnisse der theoretischen und empirischen
Analyse.
September 2009 |
| Nr. 78
<i>Carsten Sander</i>
Kooperationen kommunaler Energieversorger -
eine empirische Bestandsaufnahme
März 2009 | Nr. 88
<i>Annegret Saxe</i>
Toolbox Stiftungsmanagement und Stiftungs-
kooperationsmanagement.
September 2009 |
| Nr. 79
<i>Jörg-Matthias Böttiger</i>
Ein Ansatz auf Operationalisierung des
MemberValues für Wohnungsgenossenschaften
- Ausgewählte Ergebnisse und Managementbe-
darf aus Mitgliedersicht
April 2009 | Nr. 89
<i>Christian Albers</i>
Erfolgsfaktoren für Kooperationen von Versiche-
rern - Ergebnisse einer empirischen Erhebung
Oktober 2009 |
| Nr. 80
<i>Jörg-Matthias Böttiger</i>
Benchmarkergebnisse zur Mitgliederzufrieden-
heit von Wohnungsgenossenschaften
April 2009 | Nr. 90
<i>Martin Büdenbender</i>
Atomausstieg in Deutschland -
Ein zukunftsfähiger Sonderweg im europäischen
Kontext?
Oktober 2009 |
| Nr. 81
<i>Theresia Theurl / Konstantin Kolloge</i>
Internationale Unternehmenskooperationen im
deutschen Maschinenbau - Eine empirische
Analyse
Mai 2009 | Nr. 91
<i>Martin Büdenbender</i>
Entflechtung von Stromnetzen in Deutschland
und Europa im Rahmen des dritten EU-
Legislativpakets - Eine Problemdarstellung
Februar 2010 |
| Nr. 82
<i>Christian Strothmann</i>
Die Bewertung von Unternehmenskooperationen
unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabili-
tät
August 2009 | Nr. 92
<i>Johannes Spandau</i>
Fusionen im genossenschaftlichen FinanzVer-
bund - Eine erfolgreiche Strategie?
März 2010 |
| Nr. 83
<i>Christian Harnisch</i>
Funktionale Separierung als strategisches Regu-
lierungsinstrument auf dem europäischen Tele-
kommunikationsmarkt
August 2009 | Nr. 93
<i>Christoph Heller/ Axel Roßdeutscher</i>
Horizontale Kooperationen von Krankenhäusern
- Der Analytic Network Process (ANP) als Ent-
scheidungsunterstützung zur Wahl einer Koope-
rationsalternative
Juni 2010 |
| Nr. 84
<i>Ludwig Brütting</i>
Marken von Kooperationen - Anforderungen und
Implementationen
August 2009 | Nr. 94
<i>Kersten Lange</i>
Kooperationen in der Automobilindustrie -
Analyse und Systematisierung
Juli 2010 |
| Nr. 85
<i>Christian Albers</i>
Unternehmenskooperationen in der deutschen
Versicherungswirtschaft - eine empirische Ana-
lyse
September 2009 | Nr. 95
<i>Konstantin Kolloge</i>
Internationale Vertriebskooperationen im Ma-
schinenbau - ein Leitfaden für die Unterneh-
menspraxis
Juli 2010 |
| Nr. 86
<i>Christoph Heller</i>
Qualitätsvergleich deutscher Krankenhäuser
- Eine Studie anhand der Daten zur externen
vergleichenden Qualitätssicherung -
September 2009 | Nr. 96
<i>Michael Tschöpel</i>
Die MemberValue-Strategie von Genossen-
schaftsbanken - Eine theoretische Begründung
und Darstellung von Potentialen
August 2010 |

- Nr. 97
Caroline Schmitter
Immobilienangebote im Internet -
Eine Bestandsaufnahme und Klassifizierung
August 2010
- Nr. 98
Johannes Spandau
Entwicklung und Perspektiven der bankbetrieblichen Wertschöpfungskette in einem Netzwerk
September 2010
- Nr. 99
Michael Tschöpel
Operationalisierungsversuche des Förderauftrags - Ergebnisse und Implikationen einer Literaturstudie
Oktober 2010
- Nr. 100
Lars Völker
Risk Governance für Genossenschaftsbanken
Dezember 2010
- Nr. 101
Johannes Spandau
Outsourcing-Modelle in der genossenschaftlichen FinanzGruppe - Eine explorative Erhebung
Januar 2011
- Nr. 102
Kersten Lange
Faktoren der Stabilisierung für Unternehmenskooperationen
Januar 2011
- Nr. 103
Theresia Theurl / Carsten Sander
Erfolgsfaktoren für Stadtwerke-Kooperationen - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung
Januar 2011
- Nr. 104
Kersten Lange
Kooperationen in der deutschen Automobilindustrie- Ergebnisse einer empirischen Analyse
Februar 2011
- Nr. 105
Alexander Jahn
Agency-Beziehungen in Verbundgruppen
März 2011
- Nr. 106
Caroline Wendler
Die Genossenschaft als Marke? - Eine Analyse der Übertragbarkeit von Markenaspekten auf ein Geschäftsmodell mit besonderen Merkmalen
März 2011
- Nr. 107
Martin Effelsberg
Wissenstransfer in Innovationskooperationen - Ergebnisse einer Literaturstudie zur „Absorptive Capacity“
März 2011
- Nr. 108
Sebastian Tenbrock
Systematisierung und Regulierungsnotwendigkeit von Glasfaserausbaukooperationen
März 2011
- Nr. 109
Michael Tschöpel
Die Ausgestaltung der MemberValue-Strategie - eine hypothesenbasierte Auswertung einer explorativen Vorstudie
Mai 2011
- Nr. 110
Dominik Schätzle
Ratingagenturen in der neoklassischen Finanzierungstheorie - Eine Auswertung empirischer Studien zum Informationsgehalt von Ratings
Mai 2011
- Nr. 111
Katrin Schaumann / Kerstin Lange
Systematische Bestandsaufnahme von Clustern in der deutschen Automobilbranche
Mai 2011
- Nr. 112
Sabine Rach / Michael Tschöpel
Handelsplattformen im Internet - Eine Literaturstudie zur empirischen Evidenz
Juni 2011
- Nr. 113
Dominik Schätzle
Ökonomische Funktionen von Ratingagenturen
Ratingagenturen in der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie
Juni 2011

Die Arbeitspapiere sind - sofern nicht vergriffen - erhältlich beim
Institut für Genossenschaftswesen der Universität Münster, Am Stadtgraben 9, 48143 Münster,
Tel. (02 51) 83-2 28 01, Fax (02 51) 83-2 28 04, E-Mail: info@ifg-muenster.de
oder als Download im Internet unter www.ifg-muenster.de (Rubrik Forschung)
