

KREDIT & RATING

PRAXIS

Zeitschrift der Finanzspezialisten

Offizielles Organ

BdRA Bundesverband der
Ratinganalysten und
Ratingadvisor e.V.

www.krp.ch

- Die Kapitalmärkte übernehmen die Bewertung der Bonität



Artikel aus KRP 4/2013
Rating
von Ingo Schwarzenberg

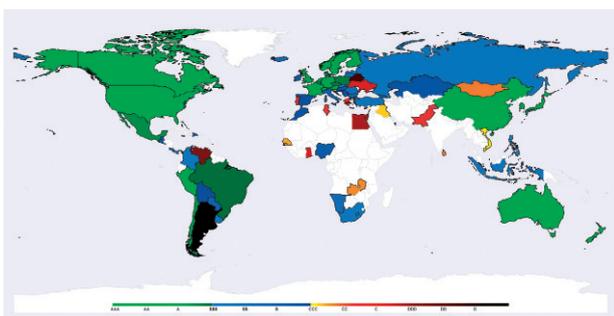
Die Kapitalmärkte übernehmen die Bewertung der Bonität

Ingo Schwarzenberg

Die Arbeit von Ratingagenturen wird seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 von einer Vielzahl an Ökonomen massiv infrage gestellt. Untersuchungen zufolge stellen Ratingagenturen wichtigen Auftraggebern häufig Gefälligkeitsgutachten aus, indem sie euphemistische Bonitätseinstufungen vornehmen^{1 2}. Außerdem belegt eine weitere Studie, dass verglichen mit den Einschätzungen der Ratingagenturen, die Auswertung von öffentlichen zugänglichen Daten zu aussagekräftigeren und realitätsnäheren Ergebnissen führt³.

ABBILDUNG 1

Weltkarte, Ratingurteile der Marktteilnehmer



Quelle: rating-index.com vom 9. Juli 2013

Doch obwohl die Schwächen der expertenbasierten Urteile durch Ratingagenturen hinlänglich bekannt sind, stellen Ratings weiterhin eine wichtige Informationsquelle zur Einschätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten dar. Ein neues marktbasierendes Ratingverfahren ermöglicht nun erstmals auch die Urteile der Marktteilnehmer aktuell zu reflektieren, die durch Reaktionen auf marktrelevante Informationen das Kursniveau von Anleihen verändern und damit fortlaufend Neubewertungen von Ausfallwahrscheinlichkeiten vornehmen.

DAS RATINGVERFAHREN.

Theorie. Je höher der erwartete Ertrag eines Investments, desto größer sind die gegenüberstehenden Risiken. Werden die Ertragserwartungen in Relation zu vergleichbaren Investitionsmöglichkeiten gesetzt, lassen sich daraus die Einschätzungen der Ausfallwahrscheinlichkeit durch die Kapitalmarktteilnehmer ableiten.

Referenz. Als Referenzgröße zur Bemessung von Ausfallwahrscheinlichkeiten wird das Renditeniveau festverzinslicher, börsengehandelter Anleihen herangezogen.

Grundprinzip. Je höher die Ertragserwartungen vergleichbarer Anleihen, desto größer die Ausfallwahrscheinlichkeit.

Adjustierung. Um Vergleichbarkeit herzustellen, ist es notwendig, die heterogene Auswahl an Anleihen zu adjustieren. Ein differierendes Renditeniveau, aufgrund unterschiedlicher Emissionswährungen, ist ebenso zu nivellieren, wie variierende Fälligkeiten durch kontinuierliche Neuberechnungen von Renditestrukturkurven.

Skala. Die verwendete Ratingskala stellt einen relativen und keinen absoluten Bonitätsmaßstab dar und ist als Ordinalskala zu interpretieren. So weisen Emittenten einer gleichem Einstufung auch ein vergleichbares Risiko eines Zahlungsausfalls aus. Die Referenzwerte der Skala orientieren sich am globalen Renditeniveau und sind fortlaufend neu zu berechnen.

Ratingcodes. Ratingurteile und die damit einhergehenden Risikoassessungen werden in einer Kombination aus Buchstaben und Ziffern ausgedrückt und sind vergleichbar mit den langfristigen Credit Ratings renommierter Ratingagenturen. Die Bewertungsskala beginnt mit «AAA 99» als bestmögliche Bewertung und ist nach unten hin offen. Jede Ratingklasse von «AAA» bis «D» wird durch Ziffern in einhundert Stufen unterteilt. Für Bewertungen unterhalb der Ratingklasse «D» werden Ziffern mit negativem Vorzeichen verwendet. (siehe Abbildung 2)

Norwegen: AAA 30

Deutschland: AAA 23

USA: AAA 17

China: AA 20

Zypern: D -201

Quelle: rating-index.com vom 29. Juli 2013

Kongruenz. Vergleichbarkeit von Anleihen wird durch mathematische Verfahren hergestellt, die bedingt durch heterogene Anleihenmärkte, differierende Emissionswährungen und Fälligkeiten ausgleichen. Die Prinzipien sind für jeden Emittenten identisch und frei von persönlichen Wertungen.

Ratingurteil. Die Ertragsersparungen definieren das Risiko zu dem Kapitalmarktteilnehmer bereit sind, die Risiken einer Investition einzugehen. Werden die Ertragsersparungen adjustierter Anleihen zueinander ins Verhältnis gesetzt, bilden sich die Ratingurteile der Marktteilnehmer.

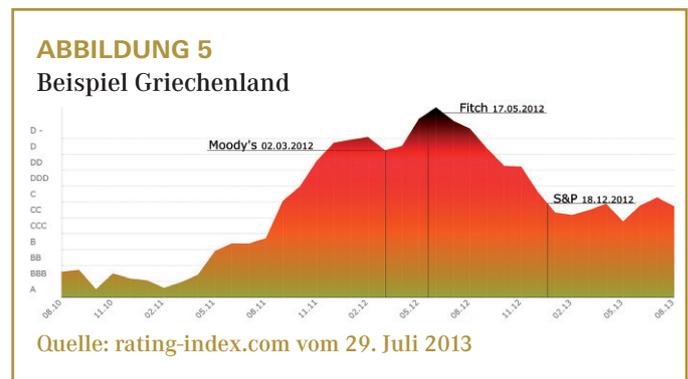
Neueinstufung. Emittenten erreichen eine Anhebung der Bonitätseinstufung, wenn die Renditen entsprechender Anleihen stärker sinken als das globale Renditeniveau, äquivalent dazu wirken sich stärker steigende Renditen negativ auf Bewertungen aus.

RATINGURTEILE DER MARKTEILNEHMER IM VERGLEICH MIT BEDEUTENDEN RATINGAGENTUREN. Der Vergleich verdeutlicht die Divergenz des vorgestellten Ratingverfahrens mit den Bewertungen der amerikanischen Ratingagenturen Moody's Investor Service, Fitch Ratings und Standard & Poor's.

te Ratingagentur stufte Moody's Investor Service das Ausfallrisiko höher ein und entzog, mehrere Monate nach den Kapitalmarktteilnehmern, die Top-Bonität. (siehe Abbildung 3).

- 7. Juni 2012: Fitch Ratings mit Herabstufung von «A» auf «BBB»
- 13. Juni 2012: Moody's Investor Service mit Herabstufung um drei Stufen von der Note «A3» auf «BAA3»
- 10. Oktober 2012: Standard & Poor's mit Herabstufung um zwei Stufen auf «BBB-»

Auf das entzogene Vertrauen der Marktteilnehmer reagierten die Ratingagenturen mit großen zeitlichen Verzögerungen und deutlichen Herabstufungen (siehe Abbildung 4).

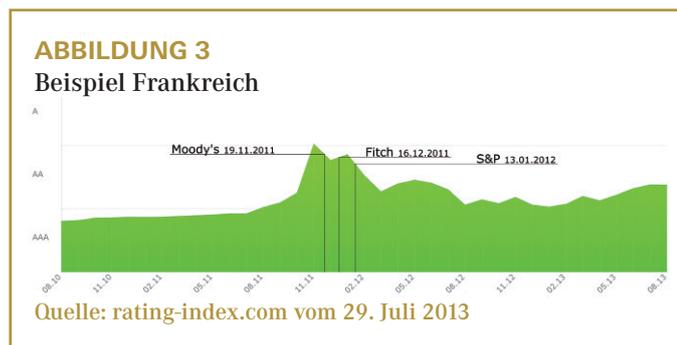


- 2. März 2012: Moody's Investor Service mit Herabstufung von «Ca» auf die niedrigste Stufe «C»
- 17. Mai 2012: Fitch Ratings mit Herabstufung von «B-» auf «CCC»
- 18. Dezember 2012: Standard & Poor's mit Anhebung um sechs Stufen auf «B-»

Das Beispiel Griechenland verdeutlicht den zeitlichen Verzug der Ratingagenturen sowohl bei Herabstufungen als auch bei Anhebung der Kreditwürdigkeit (siehe Abbildung 5).

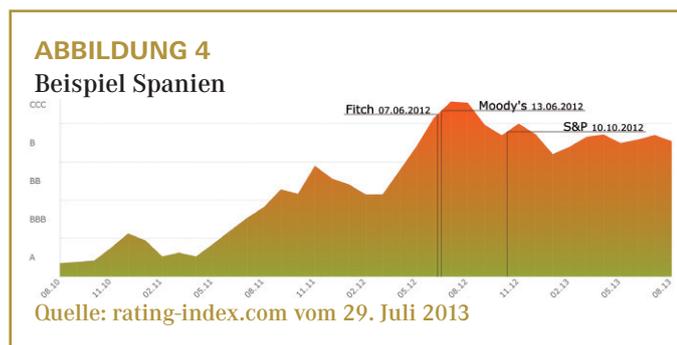
- **Resümee.** Die aufgeführten Ratingagenturen reagierten erst dann, wenn sich die Ertragsersparungen der Marktteilnehmer, in Relation zum globalen Renditeniveau, bereits signifikant verändert hatten. Der Informationsvorsprung durch das neue Verfahren beträgt im Vergleich mit den Urteilen der Ratingagenturen teilweise mehrere Monate.

DIE RELEVANZ TÄGLICHER AKTUALITÄT. Die Bedeutung einer hohen Aktualität von Bonitätseinschätzungen nimmt derzeit durch politische Entscheidungen weiter zu. Die Relevanz aktueller Bonitätseinstufungen lässt sich an der geplanten Haftungsreihenfolge, die auch eine Mithaftung von Einlagen der Bankkunden beinhaltet, beispielhaft verdeutlichen. Die EU-Finanzminister einigten sich im Juni 2013 darauf, dass marode Großbanken in Europa künftig in erster Linie auf Kosten ihrer Eigner und Gläubiger gerettet werden. Der Staat soll künftig erst als letzter Akteur einer Haftungskaskade zur Stelle sein. Zuvor sollen Anleihebesitzer und Bankkunden mit Einlagen über 100.000 Euro haften. Doch auch die politischen Garantien für Einlagen bis zu 100.000 Euro sind mit Vorsicht zu genießen. Bundesbank-Präsident Jens Weidmann räumte im April 2013



- 19. November 2011: Moody's Investor Service mit Herabstufung von «AAA» auf «AA1».
- 16. Dezember 2011: Fitch Ratings mit Senkung des Ausblicks von «AAA stable» auf «AAA negative».
- 13. Januar 2012: Standard & Poor's mit Herabstufung von «Aaa» auf «AA+».

Die Marktteilnehmer stuften die Bonität bereits Mitte des Jahres 2011 sukzessive herab. Im September 2011 wurde das Risiko eines Zahlungsausfalls nochmals deutlich höher bewertet. Als ers-



erstmals ein, dass auch Bankeinlagen unter 100.000 Euro im Ernstfall nicht sicher sind⁴. Damit wird es zunehmend wichtiger auf die Bonität von Kreditinstituten zu achten, um gegebenenfalls, durch ein rechtzeitiges Abziehen von Einlagen, drohende Verluste zu vermeiden.

Erst eine tägliche Aktualisierung der Kreditwürdigkeit versetzt Bankkunden in die Lage, rechtzeitig auf Veränderungen reagieren zu können. Die Reaktionszeiten der Ratingagenturen sind hierfür kaum geeignet und zeigen, in einem sich ständig verändernden Umfeld, die Grenzen expertenbasierter Bewertungen. Abschließend betrachtet könnten diese Änderungen ein verantwortungsvolleres Handeln von Banken sowie einen Wettbewerb um vergleichsweise niedrige Renditen und bessere Ratingurteile befördern.

DIE VORTEILE NEUTRALER BEWERTUNGEN. Bei Ratingagenturen liegt die Gefahr eines Interessenkonflikts nahe, da Schuldner und nicht Investoren die größte Einnahmequelle darstellen. Drohende Herabstufungen könnten zu Streitigkeiten mit Schuldnern oder gar zu einem Verlust der Gebühren zahlenden Schuldner durch einen Agenturwechsel führen.

Ein Ratingverfahren hingegen, welches allein auf mathematischen Verfahren beruht, deren Prinzipien für alle Schuldner identisch sind, vermeidet Interessenkonflikte vollständig, ist frei von persönlichen Wertungen und damit neutral. Zu Beginn der Subprime-Krise 2007 wäre ein neutrales Bewertungssystem besonders wertvoll gewesen. Kapitalmarktteilnehmer honorieren Intransparenz nicht mit vergleichsweise niedrigen Renditen und in der Folge davon erhalten intransparente Investitionsmöglichkeiten auch keine sehr guten Bonitätsbewertungen.

AUSBLICK. Vor dem Hintergrund der aktuellen Wirtschafts- und Finanzmarktkrise und der daraus resultierenden Forderung von Politik und Wirtschaft nach Objektivität gewinnt die Evidenz von Ratingurteilen weiter an Bedeutung. Probleme beim Fremdkapitalzugang führen in Kombination mit schwierigen konjunkturellen Rahmenbedingungen zu erhöhten Ausfallrisiken und erfordern angemessene Neubewertungen in zeitgemäßer Aktualität bei einer sich ständig verändernden Realität.

In Zeiten stetig steigender Informationseffizienz wird sich künftig zeigen, ob die Experten der Ratingagenturen dauerhaft in der Lage sein werden Ausfallwahrscheinlichkeiten realitätsnäher zu prognostizieren als die Teilnehmer der globalen Kapitalmärkte.

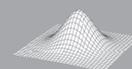
Fußnoten

- 1 Jie He, Philip Strahan, Jun Qian (2011). ARE ALL RATINGS CREATED EQUAL?, Online in Internet: URL: <https://www2.bc.edu/~strahan/Ratings-July2011.pdf> (Abrufdatum 15.07.2013)
- 2 Jess Cornaggia, Kimberly Rodgers Cornaggia, John Hund, (2013). Credit Ratings across Asset Classes: A \equiv A?, Online in Internet: URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1909091 (Abrufdatum 15.07.2013)
- 3 Jens Hilscher, Mungo Wilson, (2013). Credit Ratings and Credit Risk: Is One Measure Enough?, Online in Internet: URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1474863 (Abrufdatum 15.07.2013)
- 4 Jens Weidmann, (2013). «Weidmann will Banken abwickeln können», Deutschlandradio, Online in Internet: URL: http://www.dradio.de/dlf/sendungen/idw_dlf/2065339/ (Abrufdatum 15.07.2013)

AUTOR

Ingo Schwarzenberg, Konstanz, Inhaber und Mitherausgeber von rating-index.com. Er schrieb diesen Artikel in seinem eigenen Namen.

Herausforderung Risikomanagement



Risk Research

Workshop. Kreditportfoliomodelle.

4. und 5. November 2013 in Frankfurt am Main

www.risk-research.de

4. Kreditrisiko- und Forderungsmanagement Tage

www.kredit-risiko-management.de

7. November 2013 in Frankfurt/Main | 12. November 2013 in München | 28. November 2013 in Düsseldorf