



AKADEMIE FÜR
POLITISCHE BILDUNG
TUTZING

PODCAST „AKADEMIE FÜR S OHR“

Episode 22: Die Macht der Ratingagenturen MIT GIULIA MENNILLO

UBS hat die Schweizer Großbank Credit Suisse kurz vor der Insolvenz gerettet. Die Ratingagenturen sehen die Übernahme kritisch. Aber wer steckt hinter Ratingagenturen? Und warum ist ihre Arbeit so umstritten? Schon 2008 gaben Wissenschaft und Politik Standard & Poor's, Moody's und Fitch eine Mitschuld an der Banken- und Finanzkrise. Darauf haben die Big Three zwar mit Transparenz und internen Umstrukturierungen reagiert, doch verstummt ist die Kritik an ihrem Geschäftsmodell nie. Wie Ratingagenturen arbeiten, warum es bis heute keine europäische Ratingagentur gibt und warum die Zukunft der Ratingagenturen nachhaltiger und chinesischer sein könnte, erklärt Giulia Mennillo, Ökonomin an der Akademie für Politische Bildung.

Beate Winterer

Hallo zusammen. Bestimmt habt ihr in den vergangenen Wochen in den Nachrichten gehört, dass die Schweizer Großbank Credit Suisse kurz vor der Insolvenz gerettet wurde. In dem Zusammenhang wurden auch immer wieder Ratingagenturen erwähnt, die euch wahrscheinlich auch in der Finanzkrise 2008 begegnet sind. Und vielleicht geht es euch dann immer wie mir: Mir sind Ratingagenturen zwar ein Begriff, aber so ganz genau weiß ich nicht, wer eigentlich dahintersteckt und was sie genau machen. Das wollen wir bei „Akademie fürs Ohr“ heute ändern. Ich bin Beate Winterer, Referentin für Öffentlichkeitsarbeit der Akademie und ich habe heute eine Kollegin bei mir, die ihr aus den bisherigen Podcast-Episoden noch nicht

kennt: Dr. Giulia Mennillo. Sie leitet bei uns den Arbeitsbereich für Wirtschafts- und Sozialpolitik sowie Nachhaltigkeit. Hallo Giulia! Ich freue mich, dass du Zeit für mich und unsere Hörerinnen und Hörer hast.

Giulia Mennillo

Hallo Bea! Vielen Dank für die Einladung.

Beate Winterer

Du hast kürzlich ein Buch veröffentlicht mit dem knappen Titel „Credit Rating Agencies“. Ich habe schon ein bisschen drin geblättert. Erzähl uns doch mal kurz, was erfährt man denn darin?

Giulia Mennillo

Ja, in dem Buch geht es eben – Englisch – um die Ratingagenturen, um die Credit Rating Agencies. Die Institutionen werden vorgestellt, was ihre Funktion ist auf den globalen Finanzmärkten damit eben die Person, die nicht Fachexperte bzw. Fachexpertin ist, sich hier ein Bild machen kann jenseits der technischen Begrifflichkeiten hinaus.

WAS MACHEN RATINGAGENTUREN?

Beate Winterer

Wenn man es jetzt mal auf das Wesentliche herunterbricht. Was genau machen denn Ratingagenturen?



Giulia Mennillo

Ratingagenturen bewerten die Kreditwürdigkeit von Anleiheemittenten. Ein Emittent, das kann sein ein Staat, der sich auf den globalen Finanz- und Kapitalmärkten refinanziert, oder auch ein Unternehmen. Die Unternehmensanleihe wäre dann das Produkt. Also die Ratingagentur bewertet die Kreditwürdigkeit, die Bonität eines Emittenten. Das ist sozusagen die Grundaufgabe der Ratingagenturen. Wir sprechen dann auch von Bonitätsnoten, wenn man von diesen Ratings spricht. Aber im Grunde genommen sind das Bewertungen, Meinungen, informierte fundierte Meinungen Urteile über die Aussicht eines Emittenten, seine Schulden rechtzeitig und in Gänze zurückzuzahlen.

RATINGAGENTUREN ALS US-AMERIKANISCHE PRIVATUNTERNEHMEN

Beate Winterer

Ratingagenturen sind jetzt aber keine staatlich finanzierten oder öffentlichen Institutionen wie zum Beispiel die Zentralbanken oder auch die Bankenaufsicht. Wer oder was steckt denn dann hinter Ratingagenturen?

Giulia Mennillo

Ja, das ist eine wichtige Frage, denn in der Tat, die Ratingagenturen sind keine öffentlichen Unternehmen, sondern sind private Unternehmen mit Sitz in den USA. Und allein schon diese Tatsache überrascht viele, weil eben Ratings und Ratingagenturen so eine wichtige Funktion haben auf den Finanzmärkten, die ja auch eine regulatorische Wirkung entfaltet und ja sozusagen die Ratings sind Teil der Infrastruktur der Finanzmärkte. Also ohne Ratings kann ein moderner Kapitalmarkt überhaupt nicht funktionieren und daher sind dann viele überrascht, wenn sie erfahren, dass das Privatunternehmen sind.

S&P, MOODY'S, FITCH: DIE WICHTIGSTEN RATINGAGENTUREN

Beate Winterer

Wie viele relevante Ratingagenturen gibt es denn dann und wie unterscheiden sich die voneinander?

Giulia Mennillo

Also es gibt drei große Agenturen. Das sind die sogenannten „Big Three“: Standard and Poor's Corporation. Moody's und Fitch. Und von diesen dreien, also von diesem Oligopol gibt es zwei große. Und das sind speziell Standard and Poor's Corporation und Moody's. Fitch ist sozusagen der kleinere Player unter den dreien. Allerdings muss man hier auch sagen, dass sich im kleinen Maße etwas tut. Also es gibt auch neue Player wie DBRS. Das ist eine neuere Ratingagentur, die sich jetzt auch immer mehr Gehör verschafft bei den Investoren. Aber trotzdem muss man ganz klar sagen über die vielen Finanzkrisen hinweg hat sich das Oligopol der Big Three immun und resilient gehalten und das ist natürlich auch Aufgabe für Forscherinnen und Forscher zu verstehen, was hinter dieser Autorität, hinter dieser Resilienz eben steckt.

DIE WICHTIGSTEN KRITERIEN FÜR RATINGS

Beate Winterer

Du hast ja jetzt schon erklärt, dass Ratingagenturen die Bonität von Unternehmen, Staaten, Produkten bewerten. Welche Faktoren sind für ein Rating denn dann ausschlaggebend? Was schauen die sich an?

Giulia Mennillo

Ja, also wenn man sich jetzt beispielsweise die Staatenrankings anguckt. Dann kann man feststellen, dass sich das Ranking in zwei Teile unterteilt. Wir haben einmal einen quantitativen Anteil also ein Teil der Bewertung, der auf ökonomischen Daten basiert. Und das sind dann klassische Zahlen, wie Wachstumszahlen, Wachstumsaussichten, die Staatsverschuldung, die Defizite, die



Effektivität der staatlichen Rahmgebung, der Institutionen. Und dann haben wir auf der anderen Seite eben diesen qualitativen Teil, der eben sehr schwer messbar ist. Und hier wird eben auch ganz deutlich, dass es sich nicht um eine Ausfallwahrscheinlichkeit handelt, die ein Rating bezeichnet, sondern viel mehr um ein Urteil, eine Einschätzung, ob jetzt eine Regierung tatsächlich willens ist, ihre Schulden zurückzuzahlen bzw. ihre Verbindlichkeiten zu bedienen, wie man schön nüchtern und neutral sagt.

RATINGSSKALEN: INVESTMENT GRADE UND NON-INVESTMENT GRADE

Beate Winterer

Ich habe mir mal ein paar Ratingstufen angeschaut. Die unterscheiden sich bei den Anbietern ja leicht. Grundsätzlich kann man aber sagen, dass AAA, das haben vielleicht viele schon mal gehört, das Beste ist und die Skala endet dann so bei C oder D als schlechtesten Wert. Ab welchem Skalenwert würdest du als Ökonomin denn jetzt sagen, wird es kritisch?

Giulia Mennillo

Wenn wir uns diese Ratingskala anschauen, dann stellen wir fest, es ist eine ordinale Skala, eine relative Skala, die eben in der Mitte geteilt werden kann. Und im Fachjargon, in den Finanzmärkten spricht man in der oberen Hälfte dieser Skala von der sogenannten investment-grade-Skala. Also Finanzprodukte, Anleihen, Englisch „bonds“, die eben in dieser investment-grade-Skala bewertet sind, gelten als besonders kreditwürdig. Pensionsfonds, institutionelle Investoren halten in der Regel genau diese investment-grade-Papiere. Die untere Hälfte ist die sogenannte spekulative Ratingkategorie. Und wenn es spekulativ wird, oder auch „junk“, oder wir hören dann im Deutschen umgangssprachlich auch mal „Schrott“, das bezieht sich dann auf die Produkte, die in der unteren Hälfte der Ratingskala bewertet sind. Und die Schwelle ist tatsächlich bei diesem BBB-. Das ist sozusagen die relative Verschlechterung dieser BBB-Ebene. Und das wäre jetzt bei Standard & Poor's Corporation und Fitch. Hingegen bei Moody's haben wir eine leicht modifizierte

Skala, das ist dann eben Baa3. Das ist sozusagen die Grenze zwischen investment grade und non-investment grade. Und was sehr, sehr interessant ist, dass es eigentlich keine offizielle Trennung gibt dieser Ratingskala, aber sie existiert in den Konventionen, in den Praktiken der Finanzmärkte. Und was noch interessanter ist, dass sich die staatlichen Regularien oft auch auf diese Grenze beziehen. Beispielsweise Anleihenkäufe von den Zentralbanken. Hier wird oft festgehalten, okay die Zentralbank kauft ausschließlich Papiere ein, die mindestens einen Wert von Baa3 oder BBB- hat. Diese Trennung, diese Halbierung der Ratingskala hat weitreichende Effekte, was die Einstufung von Produkten angeht und ihre Handelbarkeit auf den Märkten.

LEHREN AUS DER BANKEN- UND FINANZKRISE 2008

Beate Winterer

Es gibt ja auch immer wieder reichlich Kritik an den Ratingagenturen. Zum Beispiel wurden ja Banken, die während der Finanzkrise 2008 in Schwierigkeiten geraten sind, zuvor als gut bewertet. Wie haben die Ratingagenturen darauf jetzt reagiert oder haben sie überhaupt reagiert?

Giulia Mennillo

Sie haben sehr intensiv reagiert, denn sie standen ja unter der medialen Aufmerksamkeit. Es gab harsche Kritik, sei es jetzt aus der Wissenschaft, aus der Politik an den Ratingagenturen, vor allem aufgrund ihrer Interessenskonflikte. Denn das Geschäftsmodell der Ratingagenturen, gerade wenn es um Unternehmensanleihen geht, ist dass der Emittent, also die Institution die sich refinanziert auf den Finanzmärkten, ist gleichzeitig der Auftraggeber und der Kunde. Und das kreiert natürlich einen großen Interessenskonflikt. Und das hat den Ratingagenturen Reputation gekostet, dass sie hier sozusagen unter einem gewissen ökonomischen Druck den Anreiz hatten, Emittenten oder strukturierte Finanzprodukte hier im Genauen eben kurz vor der Finanzkrise, zu gut zu bewerten. Und als dann klar wurde, dass diese Bonität nicht wirklich die



Wirklichkeit reflektiert und es hier zu einer intensiven Marktkorrektur kam und sich dann sozusagen die Marktwahrnehmung durchgesetzt hat und sich dann das Rating an die Marktwahrnehmung angepasst hat. Und in der Regel ist es eben genau andersrum. Das macht eben diese Macht der Ratingagenturen aus, dass sie im Grunde genommen diese Interpretation der Kreditwürdigkeit kodifizieren. Aber nochmal zu der Frage, wie sie reagiert haben. Sie haben beispielsweise mit einer Transparenzoffensive reagiert, indem sie sagen: „Wir sind überhaupt nicht so undurchsichtig. Schaut, wir publizieren vieles, unsere Methodologien. Wir sind offen in unserer Kommunikation.“ Aber natürlich kam hier die Kritik auf, dass das sehr viel PR ist und dass das nicht wirklich die Praktiken verändert. Ebenso was diesen Interessenskonflikt angeht. Bis heute gilt dieses Geschäftsmodell Issuer-Pays. Es gibt zwar Regularien, die sogenannte „chinese walls“ zwischen Abteilungen der Ratingagenturen eingeführt haben oder es gibt eben auch Regularien, die hier wirklich versuchen, die problematischen Anreize abzuschwächen. Das ist ähnlich wie mit dem Banken regulieren, dass man viel auf Compliance gesetzt hat, aber ob das der richtige Weg ist... Ich glaube Bea, da könnten wir einen eignen Podcast darüber machen.

EINE EUROPÄISCHE RATINGAGENTUR?

Beate Winterer

Es gab und gibt dennoch immer wieder Überlegungen, ob es nicht eine europäische Ratingagentur braucht, um so ein Gegengewicht zu den US-amerikanischen aufzubauen und auch ein Stück weit unabhängiger von diesen zu werden. Was ist denn daraus geworden?

Giulia Mennillo

Ja, also bis heute gibt es keine Ratingagentur mit europäischem Sitz. Bei Fitch war lange Zeit ein französischer Eigentümer im Rücken. Das ist jetzt Geschichte. Also die drei großen sind tatsächlich alle in US-amerikanischer Hand. Diese Bemühung, eine europäische, oder auch öffentliche europäische Ratingagentur zu gründen, scheitert auch hier an den Marktkonditionen, weil man sagt: Wenn eine

öffentliche Institution diese Ratings erstellen würde, wie könnte man dann die Unabhängigkeit garantieren? Weil das ist eben das Interessante bei diesem Thema: Obwohl die Ratingagenturen so viele Skandale mitverursacht haben, so viele Krisen mitverursacht haben, ja Krisen noch mitverschärft haben, weil sie ja diese prozyklische Wirkung haben auf die Marktwahrnehmung, sind sie eben trotzdem noch als glaubwürdig von den Märkten akzeptiert. Das hat auch etwas mit der Notwendigkeit eines Ratings zu tun. Also Marktteilnehmer brauchen Ratings zur Orientierung. Sonst müsste sich jetzt jede Institution ihr eigenes Urteil über Kreditwürdigkeit bilden. Dann könnte man überhaupt nicht mehr operativ sein in diesem globalen Finanzmarkt. Also aufgrund dieser Infrastrukturrolle der Ratings ist eben der Markt von diesen Institutionen abhängig. Und diese Abhängigkeit ist auch ein Teil der Erklärung, wieso Ratings so unverzichtbar sind. Dass das private Institutionen sind, ist dann im Grunde genommen sogar förderlich, weil man da gerade bei Staatenratings sagt, dass es viel glaubwürdiger ist, wenn eine private Institution so urteilt. Würde das eine öffentliche Institution machen, dann wüsste man ja nicht genau, wie politisch die agieren würde usw. Ich möchte jetzt gar nicht sagen, dass ich das eine oder andere Argument befürworte oder nicht, aber das ist eine Erklärung, warum es bis heute nicht funktioniert hat, eine öffentliche Institution einzurichten. Die Einstiegskosten, die Zeit, die es brauchen würde sich hier eine entsprechende Reputation aufzubauen, stehen anscheinend in keinem Verhältnis zu dem Nutzen, den man hätte. Man müsste das Spiel eigentlich neu erfinden und hier eine neue Institution aufbauen, die sich dann eben das Vertrauen der Marktteilnehmenden erstmal erarbeiten müsste.

DIE ZUKUNFT DER RATINGAGENTUREN: CHINA UND NACHHALTIGKEIT

Beate Winterer

Wie siehst du denn dann die Zukunft der Ratingagenturen? Wird alles so bleiben wie es ist oder gibt es da gewisses



Entwicklungspotential, das sich vielleicht jetzt schon abzeichnet?

Giulia Mennillo

Hier sind zwei Aspekte sicherlich zu erwähnen. Einmal natürlich die Frage, ob es Player, Ratingagenturen geben wird aus anderen Teilen der Welt, die sozusagen dieses US-amerikanische Oligopol herausfordern werden. Also hier ist natürlich – Englisch „elephant in the room“ – China. Also inwiefern China irgendwann mit einer eigenen Ratingagentur dieses US-Oligopol ablösen wird, große Frage. Bis jetzt nicht passiert. In mittelfristiger Zukunft wird das auch meiner Einschätzung nach nicht passieren, weil was eher passiert, ist, dass die Großen Drei jetzt eben in China tätig sind und sich eventuell an diesen großen chinesischen Markt anpassen werden. Und vielleicht gibt es hier die Überlegung, ob es eines Tages ein Oligopol gibt, das zwar ein amerikanisches Label hat, aber vom Inhalt her andere Aspekte und Sichtweisen in die Ratings einfließen lässt. Erster Punkt. Zweiter Punkt: die Frage nach alternativen Ratings. Und zwar nicht alternative Ratings im Sinne von Kreditratings, sondern Anbieter von ESG, also ESG-Ratings, die eben viel im Bereich der Nachhaltigkeit aktiv sind. Da ist natürlich die große Frage, ob diese anderen Produkte, die haben eben viel zu tun mit der Transformation der Finanzmärkte – Stichwort: nachhaltige Finanzmärkte, Sustainable Finance, also Finanzmärkte die eben eine aktive Rolle in der Transformation zu einer klimaneutralen Wirtschaft hier spielen sollen. Diese Ratings werden immer wichtiger von Investoren, also wenn die Nachhaltigkeit eines Produkts bewertet werden soll, schaut man sich eben nicht das Kreditrating an, über das wir jetzt hier gesprochen haben, sondern man schaut sich die Nachhaltigkeitsratings an. Und da ist natürlich die Frage, werden die Großen Drei es erlauben, dass andere Ratings von anderen Anbietern hier eine Diskursheute gewinnen. Oder werden die drei großen Agenturen versuchen, sich die Player irgendwann mal einzuverleiben und zu sagen, egal ob jetzt Kreditwürdigkeit oder Nachhaltigkeitsbewertungen, die Bewertungshöhe haben immer noch wir auf den Finanzmärkten. Also hier gehen die Einschätzungen auseinander, ob es hier

tatsächlich zu einer Parallelstruktur von ESG oder Nachhaltigkeitsrating geben wird oder ob das am Ende zusammen konvergiert im Oligopol.

Beate Winterer

Giulia, vielen Dank für deine Zeit und deine Erklärungen. Wenn beim nächsten Mal von Ratingagenturen die Rede ist, kenne ich mich auf jeden Fall besser aus. Und ich hoffe, dass es auch euch, die ihr uns jetzt zugehört habt, ähnlich geht. Falls ihr euch für Giulias Buch interessiert, haben wir es in den Shownotes verlinkt. Da könnt ihr es euch gerne anschauen. Giulia beschäftigt sich aber nicht nur mit Ratingagenturen, sondern auch viel mit ökologischen und Nachhaltigkeitsthemen, wie ihr schon gehört habt. Im Mai ist bei uns in Tutzing eine Veranstaltung geplant, zu der ihr euch noch anmelden könnt. Worum geht es denn da genau, Giulia?

Giulia Mennillo

In der Tagung zu Klimagerechtigkeit widmen wir uns dieser Thematik, dass die Auswirkungen des Klimawandels asymmetrisch verteilt sind. Also das zwischen dem globalen Süden und dem globalen Norden und hier fällt quasi diese Divergenz auf zwischen Verursacher des Klimawandels, also der Klimakrise, und denjenigen, die die Auswirkungen quasi ausbaden müssen. Wir haben hier einmal sozusagen diese Globaler-Norden-globaler-Süden-Perspektive. Wir nehmen aber natürlich auch die Asymmetrie in den Blick zwischen den Generationen, Jung und Alt. Oder auch das Wohnen auf dem Land oder in der Stadt. Was bedeutet das, was die Mobilität angeht, aber auch was den Ressourcenverbrauch angeht. Weil hier oft gewisse Mythen herrschen. Also unterschiedlichen Themenspektren, die sich der asymmetrischen Verteilung von Chancen und Risiken der Klimakrise annehmen.

Beate Winterer

Auch die Veranstaltung zur Klimagerechtigkeit findet ihr natürlich in den Shownotes und Giulia und ich freuen uns, wenn ihr uns hier in Tutzing besucht. Und natürlich freuen wir uns auch, wenn ihr die nächste Folge von



„Akademie fürs Ohr“ wieder hört. Falls ihr unseren Podcast noch nicht bewertet habt, könnt ihr das gerne bei Spotify und Co. machen. Auch darüber freuen wir uns! Bis zum nächsten Mal, Ciao!

Giulia Mennillo

Bis zum nächsten Mal!