



universität
wien

Diplomarbeit

Titel der Diplomarbeit

Haben Ratingagenturen beim Rating von Asset Backed
Securities bewusst falsche Modelle in Kauf
genommen?

Verfasser

Markus Beuchert

Angestrebter akademischer Grad

Magister rerum socialium oeconomicarumque

Wien, im Juni 2009

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 157

Studienrichtung lt. Studienblatt: Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer: Univ.-Prof. Mag. Dr. Josef Zechner

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides Statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher nicht in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Wien, am 12. Juni 2009

Markus Beuchert

Danksagung

Bei der Erstellung dieser Arbeit wurde mir dankenswerterweise von vielen Seiten Unterstützung zu teil, ohne welche die Fertigstellung wesentlich erschwert worden wäre.

Von akademischer Seite gilt mein Dank Herrn Professor Zechner, welcher mich in meiner Zeit als Student in das Wesen der Finanzwirtschaft eingeweiht hat und mir zur Betreuung meiner Arbeit zur Verfügung gestanden ist.

Des Weiteren möchte ich mich recht herzlich bei Herrn Arne Westerkamp, MAS, bedanken, der sich Zeit für viele Gespräche genommen hat. Unsere gemeinsamen Diskussionen haben die Arbeit optimiert.

Mein besonderer Dank gilt meiner Familie, hier besonders meinen Eltern, die mir die Möglichkeit zum Studium gegeben haben, mich durch diese oft schwierige Zeit begleiteten und immer wieder ermunterten.

Special thanks to my lovely wife Katherine who, besides sharing me with my paper over the last months, was a great moral support.

Inhaltsverzeichnis

EINLEITUNG	9
1 ASSET BACKED SECURITIES	11
1.1. KONZEPT VON ASSET BACKED SECURITIES	11
1.2. STRUKTUR UND TYPISCHE TEILNEHMER VON ABS FINANZIERUNGEN	11
2. WARUM FINANZIERUNG ÜBER ABS?	14
2.1. VORTEILE EINER ABS STRUKTUR FÜR DEN ORIGINATOR	14
2.2. VORTEILE EINER ABS STRUKTUR FÜR DEN INVESTOR	20
2.3. ZUSAMMENFASSUNG	20
3. WARUM NEHMEN RATINGAGENTUREN AN ABS TRANSAKTIONEN	
TEIL?	22
3.1. DAS PRINCIPAL AGENT PROBLEM	22
3.2. DAS MODELL VON DIAMOND	25
3.3. RÜCKSCHLÜSSE DES MODELLS VON DIAMOND AUF RATINGAGENTUREN	28
3.4. ZUSAMMENFASSUNG	29
4. SPANNUNGSFELDER IN DER ENTSCHEIDUNGSSITUATION VON	
RATINGAGENTUREN, DIE FÜR OPPORTUNISTISCHES VERHALTEN	
SPRECHEN	31
4.1. AUFTRETEN DES PRINCIPAL AGENT PROBLEM IN DER ABS STRUKTUR	33
4.1.1. ADVERSE SELECTION	33
4.1.2. MORAL HAZARD	34
4.2. MODEL ERROR	36
4.3. ZUSAMMENFASSUNG	36
5. DIE ANREIZPROBLEMATIK FÜR RATINGAGENTUREN IN EINER ABS	
STRUKTUR	38
5.1. MÖGLICHE URSACHEN FÜR OPPORTUNISTISCHES VERHALTEN VON	
RATINGAGENTUREN	40
5.2. ZUSAMMENFASSUNG	45
6. DIE THEORIE DES REPUTATIONAL CAPITAL	47

6.1.	DIE REDUKTION VON OPPORTUNISTISCHEM VERHALTEN DURCH REPUTATION .	47
6.2.	ANREIZE FÜR DEN AGENT WAHRHEITSGEMÄß ZU BERICHTEN – WAHRUNG SEINER REPUTATION	50
6.3.	REPUTATIONAL CAPITAL UND RATINGAGENTUREN	54
6.4.	ZUSAMMENFASSUNG	55
7.	HABEN RATINGAGENTUREN OPPORTUNISTISCH GEHANDELT?	56
7.1.	RATINGÄNDERUNGEN IN 2008.....	56
7.2.	UNTERSUCHUNGSERGEBNISSE DER SEC.....	58
7.3.	ZUSAMMENFASSUNG UND ABSCHLIEßENDE ANALYSE.....	61
	SCHLUSSBETRACHTUNG	62
	LITERATURVERZEICHNIS	64
	ABBILDUNGSVERZEICHNIS	71
	TABELLENVERZEICHNIS.....	71
	ANHANG	72
I.	DATEN VON FITCH RATINGS (2009)	72
II.	ÜBERBLICK ÜBER DIE DREI GROßEN RATINGAGENTUREN	74
III.	ZUSAMMENFASSUNG.....	75
IV.	ABSTRACT	76
V.	LEBENS LAUF MARKUS BEUCHERT	77

Einleitung

Über die Rolle von Ratingagenturen in Zusammenhang mit der sich seit 2007 abzeichnenden Finanzkrise wird in der Fachliteratur und den Medien aktuell viel diskutiert. Insbesondere die Frage, ob es nicht Aufgabe der Ratingagenturen gewesen wäre, die negativen Entwicklungen auf den Finanzmärkten rechtzeitig zu erkennen, ihre Ratings dementsprechend anzupassen und somit die Investoren vor möglichen höheren Risiken rechtzeitig zu warnen ist immer wieder Mittelpunkt vieler Diskussionen.

Wobei oft nicht die Frage behandelt wird, welche Möglichkeiten Ratingagenturen wirklich gehabt hätten um einer sich abzeichnenden Krise entgegenzuwirken, oder ob ein früheres Aufzeigen der Missstände nicht einfach nur zu einem zeitlich früher gelegenen Kollaps der Finanzmärkte geführt hätte.

Ziel dieser Arbeit ist es, die Rolle von Ratingagenturen in Zusammenhang mit der Bewertung von Asset Backed Security (ABS) Transaktionen zu untersuchen und darzulegen, welche Anreize Ratingagenturen gehabt haben opportunistisch zu handeln und falsche Ratings zu vergeben. Weiters wird dargestellt, welche Gegenmaßnahmen es gibt um ein solches opportunistisches Verhalten der Ratingagenturen zu vermeiden.

Um den Leser an diese Thematik heranzuführen wird im ersten Teil der Arbeit ein kurzer Überblick über die Grundstruktur einer typischen ABS Finanzierung sowie den aktuellen Markt für ABS gegeben.

Im zweiten Teil der Arbeit werden die Beweggründe die zum Aufbau einer ABS Struktur führen dargestellt, wobei insbesondere der Nutzen für den Verkäufer von Forderungen herausgearbeitet wird. Als hauptsächliche Grundlage werden hierfür die Bücher von Bertl (2004), Bär (1997) und Riegler (2004) dienen. Dies soll dem Leser zeigen, welchen großen Stellenwert diese Art der Finanzierung in den letzten Jahren erlangt hat und somit das Spannungsfeld dem sich Ratingagenturen in ihrer Arbeit gegenübersehen deutlich machen.

Im dritten Teil der Arbeit wird mit Hilfe des Modells von Diamond (1984) versucht die theoretische Erklärung für die Einbeziehung von Ratingagenturen in eine ABS Struktur zu finden, um weiterführend im vierten und fünften Teil der Arbeit die sich hieraus ergebenden Schwierigkeiten und Risiken zu betrachten. Hierbei wird insbesondere auch die Grundlagen des von Jensen und Meckling (1976) aufgeworfenen Agency Problems erläutert und die Anreizproblematik von Ratingagenturen betrachtet.

Im sechsten Kapitel wird mit der Theorie des Reputational Capital ein Modell untersucht, welches ein opportunistisches Verhalten eines Agenten in einer Principal Agency Beziehung verhindern soll. Als Grundlage für diese Betrachtung dienen insbesondere Arbeiten von Booth und Smith (1986), Klein und Leffler (1981), sowie Boot, Greenbaum und Thrakor (1993).

Im siebten Abschnitt werden Hinweise, welche für oder gegen eine opportunistische Verhaltensweise von Ratingagenturen sprechen, dargelegt. Hierbei dient neben Untersuchungsberichten der US Amerikanischen Finanzmarktaufsicht SEC, aktuelle Literatur, etwa von Hunt (2009) und Hosp (2010) als wesentliche Grundlage.

1 Asset Backed Securities

1.1. Konzept von Asset Backed Securities

Den Kern von Asset Backed Securities bilden Wertpapiere, welche durch einen Vermögensgegenstand, das Asset, besichert sind. Wobei der als Sicherheit dienende Vermögensgegenstand unterschiedlich sein kann. Waren es bei den ersten ABS Transaktionen noch überwiegend Hypothekarkredite, und somit Hypotheken, die als Sicherheit für strukturierte Finanzierungen gedient haben, so findet sich aktuell von Krediten für Ausbildungszwecke über PKW- und LKW-Finanzierungen bis zu Unternehmenskrediten jeder nur vorstellbare Vermögensgegenstand als Verbriefungsgegenstand einer ABS Struktur (Bär, 1997).

1.2. Struktur und typische Teilnehmer von ABS Finanzierungen

Obwohl es eine Vielzahl unterschiedlicher ABS Strukturen gibt, so finden sich doch in jeder Struktur gewisse Teilnehmer immer wieder. Nachfolgend werden die wichtigsten Teilnehmer an, und Ihre Aufgaben bei, einer ABS Transaktion dargestellt.

Der Originator (Forderungsverkäufer)

Beim Originator handelt es sich um den Teilnehmer an der ABS Struktur, der sich durch den Verkauf seiner Vermögensgegenstände Kapital besorgen will (Heizenberger, 2005). Bei den Vermögensgegenständen handelt es sich in der Regel um aus dem originären Geschäftsfeld des Forderungsverkäufers entsprungene Assets. Primäres Ziel des Originators ist es, neue Finanzierungsquellen zu erschließen und Liquidität für weiteres Geschäft zur Verfügung gestellt zu bekommen. Auf die Vorteile, die der Originator durch die Teilnahme an einer ABS Transaktion erzielt, wird in Abschnitt 2.1 noch detaillierter eingegangen.

Das Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft)

Im Zentrum einer jeden Verbriefung steht ein sogenanntes Special Purpose Vehicle (SPV) oder eine Special Purpose Entity (SPE). Dieses SPV wird meist

ausschließlich für die jeweilige ABS Struktur gegründet und verfolgt einzig den Zweck, Forderungen anzukaufen, diese in Form von Wertpapieren zu verpacken, und wieder zu verkaufen. Diese Wertpapiere werden entweder öffentlich platziert oder mittels einer Privatplatzierung veräußert (Bertl, 2004, S. 7) bzw. (Davis, 2001, S. 27). Die Zweckgesellschaft hat in der Regel keinen anderen Geschäftsbereich und kein Personal. Somit soll eine Insolvenz der Zweckgesellschaft ausgeschlossen werden.

Der Arranger (Arrangeur)

Beim Arranger oder Administrator der Transaktion handelt es sich in der Regel entweder um ein auf dieses Geschäft spezialisierte Unternehmen oder alternativ um Organisationseinheiten von Banken. Aufgabe des Arrangers ist es, die vertragsgemäße Abwicklung der Transaktion zu überwachen.

Der Servicer

Nachdem das Special Purpose Vehicle über kein eigenes Personal verfügt, muss es sich zur Verwaltung der angekauften Forderungen eines Servicers bedienen, welcher für das SPV die Verwaltung und Betreuung der Forderungen übernehmen kann. Hierbei handelt es sich meist um den Originator der Forderung, da dieser auf Grund der bestehenden Kundenbeziehung den Kunden zum einen besser kennt, und zum anderen die Kundendaten nicht an einen anderen Servicer (bei welchem es sich ja auch um einen Konkurrenten handeln könnte) weitergeben muss (Riegler, 2004, S. 161f) bzw. (Schatzer, 2004, S. 6). Bei der Verbriefung von Bankforderungen ist es aus Gründen des Bankgeheimnisses und Datenschutzes normalerweise für alle Beteiligten vorteilhaft die Kundendaten nicht an einen Dritten weitergeben zu müssen.

Der Treuhänder

Zur Absicherung von Ansprüchen der Investoren werden oftmals Sicherheiten (Dokumente, Kundeninformationen, etc.) bei einem Treuhänder, welcher diese zu Gunsten der Investoren in Verwahrung hält, hinterlegt.

Der Investor

Die Investoren erwerben die vom SPV ausgegebenen Wertpapiere, welche auf Grund der Besicherungsmaßnahmen nur ein sehr geringes Risiko enthalten. Auf Grund der Komplexität der Struktur kommen als Käufer hauptsächlich institutionelle Investoren in Frage (Bär, 1997, S. 94).

Die Ratingagentur

Die Ratingagentur nimmt eine wesentliche Rolle in einer ABS Struktur ein. Sie wird in der Regel vom Originator mit einem Rating der Struktur und somit ihrer Risikoeinschätzung beauftragt. Diese Bewertung trägt in weiterer Folge ganz entscheidend dazu bei, ob und zu welchem Preis die vom SPV ausgegebenen Wertpapiere durch Investoren gekauft werden. Ein schlechtes Rating kann somit den Nutzen der Struktur für den Originator wesentlich reduzieren.

Das Credit Enhancement (Kreditverbesserung)

Wie ausgeführt, soll auf Grund der Struktur und der Zwischenschaltung des Special Purpose Vehicels das Emittentenrisiko ausgeschaltet werden. Für den Käufer der Wertpapieren gibt es wirtschaftlich daher einzig das Risiko aus jenen, den Wertpapieren zu Grunde liegenden, Vermögensgegenständen bzw. das Gestionsrisiko auf Seiten des Originators. Durch verschiedene Maßnahmen wird versucht das Risiko für den Käufer der Wertpapiere möglichst gut einschätzbar zu machen und die Bonität der Wertpapiere zu erhöhen (Bertl, 2004, S. 7). Dies kann durch die Hinzunahme weiterer Sicherheiten, etwa Einräumung von Bardepots durch den Verkäufer, geschehen.

2. Warum Finanzierung über ABS?

Bevor die Risiken und Probleme die eine ABS Finanzierung mit sich bringt näher erläutert werden, sollen in diesem Kapitel zunächst die Gründe dargestellt werden, die für eine ABS Struktur sprechen.

Kendall (1996) fasst den aus seiner Sicht durch die Umwandlung von Krediten in Securities im Vergleich zu klassischen Bankkrediten generierten Mehrwert durch eine ABS-Struktur in nachfolgender Tabelle zusammen:

Loan	Securities
Illiquid	Liquid
Collateral valuation subjective and periodic	Market determines value – in some cases daily
Originator assesses risk	Third parties – rating agencies and enhancers – assess risk
Originator's operating costs high	Originator's operating costs low
Investor market local	Investor market national/global
Limited terms and rates offered borrowers	Buffet of terms and rates offered borrowers

Tabelle 1: Value added through securitization, nach Kendall (1996)

Diese Tabelle stellt die wesentlichsten Vorteile, insbesondere aus Sicht des Originators, dar. So ermöglicht der Forderungsverkauf in die Struktur für den Originator die Umwandlung illiquider Kredite in liquide Assets, dies bei gleichzeitigem Zugriff auf einen größeren Markt mit mehr potentiellen Investoren. Im Rahmen der Arbeit soll nachfolgend auf die möglichen Beweggründe des Originators eingegangen werden und darauf aufbauend die Beweggründe und das Spannungsfeld das sich für die Ratingagentur ergibt behandelt werden.

2.1. Vorteile einer ABS Struktur für den Originator

Die Anreize des Originators zum Verkauf seines Forderungsportfolios über eine strukturierte Finanzierung sind in der Literatur sehr ausführlich dargestellt. Zu den Gründen zählen insbesondere die Verbesserung der Liquidität, die Senkung der Refinanzierungskosten, die Erschließung neuer Refinanzierungsquellen, die

Erhöhung der Rentabilität, die Möglichkeit eines aktiven Managements der bilanziellen Risikopositionen, sowie im Falle, dass der Originator ein Kreditinstitut ist, die Reduktion der regulatorischen Eigenmittelanforderungen (etwa Bertl (2004, S. 63), Westerkamp (2001, S. 31ff), Basel Committee on Banking Supervision (2001) oder Bank for International Settlements (1992)).

Verbesserung der Liquidität

Die ausreichende Verfügbarkeit von liquiden Mitteln ist für den Bestand eines Unternehmens von wesentlicher Bedeutung. Je unsicherer die Erwartungen über die Zukunft sind, desto mehr Liquidität muss als Sicherheitspolster zur Verfügung stehen. Bertl (2004, S. 68f) definiert die für ein Unternehmen zu einem in der Zukunft liegenden Zeitpunkt t aus Sicht des gegenwärtigen Zeitpunktes t_0 folgendermaßen:

$$LM(t) = LM(t_0) + OP(t) + F(t) - AZ(t)$$

mit

LM (t)	Bestand an liquiden Mitteln zum Zeitpunkt t,
LM (t ₀)	Bestand an liquiden Mitteln zum Zeitpunkt t ₀ ,
OP (t)	Operative Einzahlungen zwischen t ₀ und t bei gewöhnlicher Geschäftstätigkeit,
F (t)	Einzahlungen der Kapitalgeber zwischen t ₀ und t und
AZ (t)	Auszahlungen zwischen t ₀ und t

Wird die Definition nun noch um die aus dem Verkauf von illiquiden Vermögensgegenständen zwischen t und t₀ erzielbare Liquidität (LL (t – t₀)) erweitert, so ergibt sich als Liquiditätsbedingung für das Unternehmen:

$$LM(t) + LL(t-t_0) \geq 0, \quad \text{bei } t \geq t_0$$

Diese Umwandlung von bilanziellen illiquiden Aktiva in liquide Mittel wird durch Securitization erzielt (Wernitznig, 2003). Hier ist jedoch anzumerken, dass es neben einer ABS Struktur noch eine Vielzahl weiterer Möglichkeiten gibt illiquide Assets liquide zu machen. Hierzu zählen unter anderem die Forfaitierung, das

Factoring, Einzelforderungsverkäufe oder die Einräumung einer durch Forderungszession abgesicherten Kreditlinie.

In der Bankbetriebslehre werden solche Überlegungen zur Liquidität von Kreditinstituten in der Shiftability-Theorie behandelt. Diese, von Karl Knies entwickelte Theorie, ergänzt die Bodensatztheorie von Alfred Wagner um den Aspekt, dass die Liquidität einer Bank (dies gilt in gleichem Maß auch für andere Unternehmungen, Anm.) auch durch Aktiva gewährleistet werden kann, welche unabhängig von Ihrer ursprünglichen Fälligkeit bei Liquiditätsbedarf kurzfristig monetisierbar sind (Büschgen, 1998, S. 908).

Wurde eine ABS Struktur einmal eingerichtet und gibt es entsprechende Zusagen von Investoren, so fallen die in die Struktur verkaufbaren Assets in jene Masse kurzfristig monetisierbarer Aktiva, die in der Shiftability beschrieben werden. Man muss jedoch bedenken, dass die erstmalige Einrichtung einer ABS Struktur nicht nur mit Kosten, sondern auch mit einer relativ langen Vorlaufzeit verbunden ist, so dass das reine Vorhandensein von prinzipiell über eine solche Struktur verwertbare Assets, ohne eine schon bestehende ABS Struktur, nicht automatisch zur Bildung einer möglichen Liquiditätsreserve im Sinne der Shiftability Theorie führt, da die zeitnahe Monetisierbarkeit der Aktiva eine wichtige Rolle spielt.

Erhöhung der Rentabilität und Reduktion der Refinanzierungskosten

In der Literatur gibt es zwei verschiedene Ansätze wie die Erlöse einer Bank durch die Teilnahme an einer ABS Struktur gesteigert werden können: Zum einen kann die durch den Forderungsverkauf erhaltene Liquidität für neue Projekte verwendet werden und zum anderen besteht die Möglichkeit durch die Einnahme der Rolle des Servicers in einer ABS Struktur¹ zusätzliche Erträge zu erzielen (Bertl, 2004, S. 77ff).

¹Bei ABS Strukturen in denen eine Bank Forderungen veräußert, ist es aus mehreren Gründen positiv, wenn sie auch die Rolle des Servicers einnimmt. So bleibt zum einen die Kundenbindung aufrecht und zum anderen sprechen oft Gründe des Bankgeheimnisses für diese Doppelfunktion. Bei einer Verbriefung bei der die verbriefende Bank nicht auch gleichzeitig Servicer ist, wäre nach Ansicht der deutschen BaFin (1997) ansonsten die Einholung der Zustimmung jedes einzelnen Schuldners notwendig.

Nachdem bei der Ermittlung der Rentabilität² eines Unternehmens das Ergebnis der Gesellschaft (Gewinn bzw. Jahresüberschuss) in Relation zum eingesetzten Kapital gesetzt wird, besteht eine weitere Möglichkeit zur Rentabilitätssteigerung in der Reduktion von Kosten bei gleichem Ertrag (Perridon & Steiner, 2002, S. 568). Eine weitere Möglichkeit die Rentabilität zu steigern, liegt demnach in der Reduktion der Refinanzierungskosten. Insbesondere, aber nicht ausschließlich, bei schlechterer Bonität des Originators kann es durchaus sein, dass der Risikoaufschlag den Investoren für die Bereitstellung von Liquidität verlangen, deutlich geringer ist, wenn sie an Stelle einer direkten Forderung an das Unternehmen, eine Forderung an ein insolvenzsicheres Vehikel mit gestreutem Forderungspool besitzen.

Erschließung neuer Refinanzierungsquellen

Wie im letzten Punkt erläutert, kann die Erschließung neuer Refinanzierungsquellen für die Ertragslage und somit die Rentabilität eines Unternehmens von grundlegender Bedeutung sein. Insbesondere Unternehmen denen der Zugang zu klassischen Finanzierungen erschwert oder verschlossen ist, haben so die Möglichkeit ihre Refinanzierungslage zu verbessern. Im Bankenbereich betrifft dies oft kleinere Banken, die vor Einführung einer ABS Struktur keinen Zugang zum Kapitalmarkt gehabt haben (Morr, Schneider, Bräutigam, & Hippeli, 2005, S. 51).

Besonders für Banken die über kein anerkanntes Rating beziehungsweise nicht über ein „Investment Grade“ Rating verfügen, ist es sehr teuer Geld auf dem Kapitalmarkt aufzunehmen. Da im Zuge der Verbriefung eine Trennung der Kreditforderungen vom Originator erfolgt, und die Verbriefungsstruktur separat geratet wird, ist es möglich Investoren anzusprechen, welche vorher für eine Refinanzierung des Unternehmens nicht zur Verfügung gestanden sind (Davis, 2001).

² Auf die verschiedenen Berechnungsmethoden für Rentabilitätskennzahlen wird hier nicht näher eingegangen. Diese können in der einschlägigen Literatur nachgelesen werden.

Aktives Management der bilanziellen Risikopositionen

Ein wesentlicher Aspekt des Bankrisikomanagements ist die erfolgreiche Aussteuerung der im Kreditportfolio enthaltenen Risiken. Für unsere Betrachtung ist hier insbesondere das Kreditausfallsrisiko interessant. Dessen Steuerung ist für das Kreditinstitut klassischerweise durch seiner Annahmepolitik möglich. Das bedeutet, ein ausgewogenes Risikoportfolio wird durch die Anpassung der Annahmekriterien für das Neugeschäft geregelt. Auf diese Weise kann somit die Zusammensetzung des Kreditbestandes, etwa nach geographischen oder demographischen Kriterien, gesteuert werden.

Durch den Verkauf von Kreditforderungen in eine ABS Struktur ist nun die Möglichkeit gegeben, auch das im schon bestehenden Kreditbestand vorhandene Risiko zu steuern (Riegler (2004) bzw. Bär (1997)). Bei einem echten Forderungsverkauf, bei dem das volle Kreditrisiko auf den Käufer der Forderungen übertragen wird, ist das beim Verkäufer verbleibende Ausfallsrisiko mit der im Zuge des Credit Enhancements festgelegten Höhe begrenzt. Damit der Übergang des Kreditausfallsrisikos auf den Käufer der Forderungen gegeben ist, müssen gewisse Voraussetzungen erfüllt sein. Die Kriterien für das Vorliegen eines echten Forderungsverkaufes wurden etwa durch das Basel Committee on Banking Supervision (2001) sowie das deutsche Institut der Wirtschaftsprüfer (2002) beschrieben.

Verbesserung der regulatorischen Eigenmittelerfordernisse

Für den Fall, dass eine Bank als Originator fungiert, kann es, je nach Ausgestaltung der Transaktion, ebenfalls ein Ziel sein, eine Entlastung des regulatorischen Eigenkapitals zu erwirken. Nahezu alle Banken weltweit unterliegen Regelungen, welche verlangen, dass eine gewisse Quote an Eigenmitteln gehalten wird. Diese berechnet sich aus der Relation der risikogewichteten Aktiva der Bank zu deren bankaufsichtlichen Eigenmitteln.

Wie Westerkamp (2001) zeigt, werden Banken in der Regel versuchen immer möglichst nahe an diese Mindestgrenze für gehaltenes Risikokapital heranzugehen. Es besteht die Gefahr, dass im Zuge der mit einer ABS Struktur verbundenen Transaktionen versucht wird, durch „regulatory capital arbitrage“ die

Regelungen für die Eigenkapitalhaltung möglichst zu dehnen, um eine weitere Verbesserung der Eigenmittelquote zu erzielen. Nach Westerkamp (2001) geschieht dies insbesondere auf zwei Arten: Zum einen kann versucht werden jene Kredite mit den geringsten Risiken zu verkaufen und somit die Qualität des verbleibenden Kreditportfolios zu verschlechtern, was wiederum zu einer Verwässerung des Risikokapitals führt. Zum anderen kann durch entsprechende Maßnahmen das Risiko, das auf Grund des Verkaufes die Bank nicht mehr treffen können sollte, durch ein weiteres Rechtsgeschäft wieder durch die Bank übernommen werden. Dies kann zum Beispiel durch Garantien oder entsprechend große First-Loss Tranchen erfolgen.

Diese Problematik wurde auch von den Aufsichtsbehörden erkannt und mit entsprechenden Vorschriften zu verhindern oder zumindest einzuschränken versucht. So hat beispielsweise die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (1997) Kriterien festgelegt, welche erfüllt sein müssen, damit es zu einer aufsichtsrechtlichen Eigenmittelentlastung kommen kann. Gemäß eines Erlasses der BaFin (1997) darf es somit nur zu einer Eigenmittelentlastung kommen, wenn

- i. ein rechtswirksamer Forderungsübergang vorliegt,
- ii. Regressansprüche gegen den Veräußerer der Forderungen...ausgeschlossen sind,
- iii. ein Austausch von Forderungen...nach dem Übertragungsvorgang nicht erfolgt,
- iv. eine Rückkaufmöglichkeit nur für die Schlussphase einer ABS Transaktion möglich ist und sich auf ein Restportfolio von weniger als 10 % der übertragenen Forderungen erstreckt, sowie nur zum aktuellen Wert erfolgt,
- v. der Verkäufer, bzw. ein Mitglied der gleichen Gruppe nicht zur Finanzierung der Zweckgesellschaft beiträgt,
- vi. der Veräußerer nicht das Absatzrisiko als Underwriter trägt und keine aus der Transaktion emittierten Wertpapiere aus dem Primärmarkt ankauft sowie
- vii. keine Verbindung des veräußernden Kreditinstitutes mit dem SPV besteht.

Eine weitere Voraussetzung zur Erzielung einer Eigenmittelentlastung ist die zufällige Auswahl der zu verbriefenden Forderungen aus dem Bestand des Originators. Eine gezielte Auswahl der besten Forderungen („cherry picking“) beziehungsweise der schlechtesten Forderungen („lemon selling“) soll so vermieden werden (Davis, 2001).

Im Zuge der Ausarbeitung der BASEL II Richtlinien haben die Aufsichtsbehörden weitere Schritte unternommen um die Aufweichung der Eigenmittelvorschriften zu verhindern. Im Vergleich zu den BASEL I Richtlinien wurden wesentliche Abschnitte der Vorschriften zu BASEL II entsprechend auf die Risiken die sich auf Grund von ABS Strukturen für Banken ergeben ergänzt und verfeinert. Dies mit dem Ziel, jenen Risiken besser Rechnung tragen zu können.

2.2. Vorteile einer ABS Struktur für den Investor

Für die in eine ABS Struktur investierenden Investoren gibt es zwei Hauptgründe hierzu. Dies sind die zu erzielenden kompetitiven Margen, sowie das geringere Risiko (Wernitznig, 2003). Theoretisch kann jeder Investor mit der Wahl der Tranche in welche er investieren möchte seinen Ertrag und sein Risiko bestimmen. Darüberhinaus gibt und gab es für viele große Fonds (etwa Pensionsfonds) die staatliche Auflage nur in Investments mit einem gewissen Rating zu investieren um keine zu hohen Risiken einzugehen. Dies bei gleichzeitiger Notwendigkeit möglichst hohe Margen zu erzielen.

Ein weiterer Anreiz besteht im Wegfall der Notwendigkeit die Investments selber zu prüfen und zu monitoren nachdem dies durch ein dritte Partei, die Ratingagentur, erfolgt. Warum dieses externe Monitoring theoretisch für alle beteiligten Parteien vorteilhaft ist, soll im nächsten Abschnitt mit Hilfe des Modells von Diamond (1984) erklärt werden.

2.3. Zusammenfassung

Zusammenfassend kann somit festgestellt werden, dass die Teilnahme an einer ABS Struktur sowohl für die Originatoren als auch die Investoren große Vorteile mit sich bringt. Insbesondere die Originatoren profitieren besonders. Es wurde gezeigt,

dass für Banken als Originatoren hohe Anreize bestehen, ABS Strukturen zu begeben um die eigene Risikosituation und Eigenmittelausstattung zu verbessern. Durch den bilanziellen Forderungsverkauf werden bis dahin gebundenen Eigenmittel zur neuerlichen Finanzierung von Projekten frei. Dies führt zu einer Rentabilitätssteigerung. Gleichzeitig ist der Druck auf die Originatoren, Strukturen mit konkurrenzfähigen Ratings aufzubauen, gestiegen. Insbesondere ist es für den Originator der Struktur wesentlich, ein möglichst gutes Rating für die Investmenttranchen zu erhalten, um eine möglichst hohe Anzahl an potentiellen Investoren anzusprechen und somit seinen Markt für Refinanzierung möglichst stark zu vergrößern. Auf diese Erkenntnisse aufbauend, soll nun im nächsten Abschnitt mit Hilfe des Modells von Diamond (1984) versucht werden, eine Erklärung zu finden, warum Ratingagenturen für ABS Strukturen eine so wesentliche Rolle spielen.

3. Warum nehmen Ratingagenturen an ABS Transaktionen teil?

Auf Grund der Vielzahl an Teilnehmern einer ABS Struktur, von denen jeder unterschiedliche Ziele und Informationsstände hat, werden in diesem Abschnitt Gründe dargelegt, welche die Notwendigkeit der Inanspruchnahme von Ratingagenturen durch den Investor als Geldgeber der ABS Struktur zur Absicherung seines Investments zeigen. Hierfür wird zunächst ein Überblick über die Agency Problematik und die Theorie zur Existenz von Finanzintermediären von Diamond (1984) gegeben und anschließend die sich daraus ergebenden Möglichkeiten und Vorteile eines von Investoren an dritte Parteien delegierten Monitorings, wie es auch im Zuge einer ABS Struktur erfolgt, dargelegt.

3.1. Das Principal Agent Problem

Nach Westerkamp (2001) gibt es viele Ansätze, die eine Erklärung für die Existenz von Finanzintermediären liefern wollen, die meisten davon haben asymmetrische Informationsverteilung als Kern. Zum weiteren Verständnis der Chancen und Risiken die sich aus dem Zusammenwirken so vieler beteiligter Akteure in einer ABS Struktur ergeben, wird als Basis nachfolgend die Grundlagen der Principal Agent Theorie erläutert.

Die für diese Theorie grundlegende Arbeit leisteten Jensen und Meckling (1976). Sie definieren eine Agency Beziehung als „a contract under which one or more person(s) (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent“.

Die wesentliche Problematik ergibt sich nach der Agency Theorie aus der angenommenen Informationsasymmetrie zwischen den beteiligten Parteien. Während eine Partei (der Agent) über bestimmte spezifische Informationen verfügt (etwa Marktbegebenheiten oder auch sein eigenes Verhalten), fehlen diese Informationen der anderen Partei (dem Principal).

Als Beispiel für diese asymmetrische Informationsverteilung kann die Beauftragung eines Geschäftsführers durch den Eigentümer einer Firma dienen. Diese Beziehung führt, unter der Annahme des nutzenmaximierenden Individuums, dazu,

dass der Geschäftsführer (Agent) zuerst seinen Nutzen maximiert und jenen des Eigentümers (Principals) an zweite Stelle stellt. Der Principal versucht seinerseits durch Schaffung entsprechender Anreize die Divergenz zwischen den Zielen des Agenten und seinen eigenen möglichst gering zu halten. Nach Jensen und Meckling (1976) ist dies jedoch mit zusätzlichen Kosten verbunden.

Die sich aus dem Vorliegen von Informationsasymmetrie ergebenden Problemstellungen unterscheidet man in Adverse Selection und Moral Hazard (Perridon & Steiner, 2002). Liegt eine asymmetrische Informationsverteilung vor Vertragsabschluss vor (Hidden Information) und kann der Agent den der Transaktion inhärenten Wert nicht beeinflussen, so spricht man von Adverse Selection. Besteht die Informationsasymmetrie nach Vertragsabschluss und kann der Agent den inhärenten Wert der Transaktion beeinflussen (Hidden Action), so ergibt sich die Problematik des Moral Hazard. Darüberhinaus ergibt sich der Wert der Transaktion nicht ausschließlich aus dem Informationsvorsprung und Verhalten des Agenten sondern unterliegt auch noch dem Einfluss von exogenen Faktoren. Durch diese ist es dem Principal nicht möglich, nur aus Beobachtung des erzielten Ergebnisses auf das Verhalten des Agenten rückschließen zu können (Perridon & Steiner, 2002) und (Westerkamp, 2001).

Nachfolgende Abbildung zeigt noch einmal, an welchem Punkt die Probleme der Informationsasymmetrie auftreten:

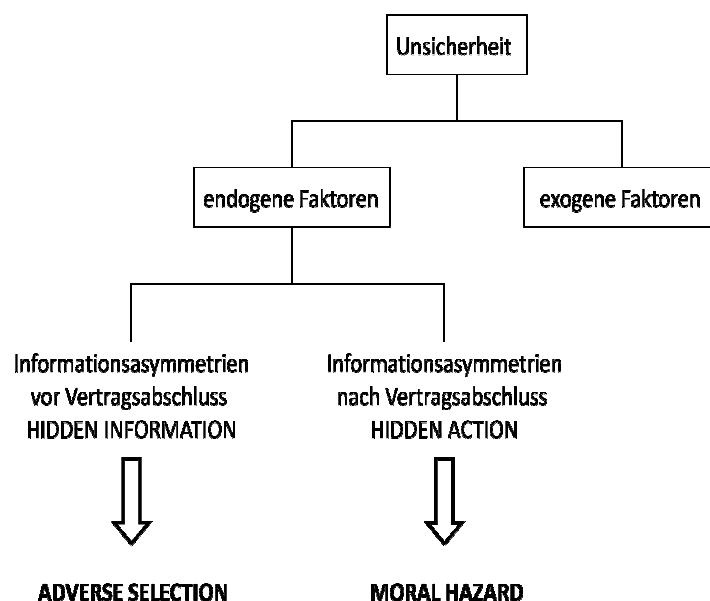


Abbildung 1: Ursachen und Konsequenzen von Informationsasymmetrien nach Wolf (2003)

Auf das erwähnte Beispiel des Geschäftsführers umgelegt, liegt Hidden Information vor der Beauftragung eines Geschäftsführers (Agent) durch den Eigentümer (Principal) vor, da dieser noch nicht weiß, ob die Führungsqualitäten des Geschäftsführers tatsächlich so gut wie erwartet sein werden. Er kann sich nur auf die Angaben des potentiellen Kandidaten verlassen. Nach Einstellung des Geschäftsführers kann der Principal nicht sicher sein, ob der Agent sein Verhalten ändert und Moral Hazard betreibt (Hidden Action). Dies aus dem Grund, da es für den Principal auf Grund der Unsicherheit über die Umwelt und des nicht sichtbaren Verhaltens des Agenten unmöglich ist, die Leistung des Agenten ausschließlich auf Grund der Beobachtung des Ergebnisses korrekt zu beurteilen.

Zur Reduktion der Unsicherheit über das Verhalten des Agenten werden in der Literatur verschiedenen Lösungsmöglichkeiten diskutiert. Zur Vermeidung von Adverse Selection können folgende Gegenmaßnahmen getroffen werden (Wolf, Hill, & Pfaue, 2003):

- Screening
- Self-Selection
- Signalling

Beim Screening kann es sich zum Beispiel um eine Bonitätsprüfung des Agenten durch den Prinzipal handeln. Diese kann entweder durch den Principal selbst, oder durch einen weiteren von ihm beauftragten Agent erfolgen. Beim Self-Selection offeriert der Principal unterschiedliche Vertragsarten, aus denen der Agent wählen kann. Die Konditionen der unterschiedlichen Vertragsarten sind wiederum an die Einhaltung gewisser Kennzahlen geknüpft. Diese dienen zur Reduktion des Risikos des Principals. Während bei den soeben genannten Strategien zur Vermeidung von Adverse Selection die Initiative vom Principal ausgeht, versucht beim Signalling der Agent sich als vertrauenswürdig darzustellen um einen Vertragsabschluss zu erzielen.

Zur Vermeidung von Moral Hazard hat der Principal die Möglichkeit das Verhalten des Agenten zu überwachen (Monitoring) sowie zu versuchen, Anreize für den

Agenten zu schaffen, damit er sich aus Sicht des Principals möglichst optimal verhält und nicht opportunistisch agiert. Es wird versucht die Verhaltensweise des Agenten in Übereinstimmung mit den Zielen des Principals zu bringen. Diesen Versuch bezeichnet man als Bonding.

Die Agency-Kosten des Anreiz- und Kontrollsystems ergeben sich nach Jensen und Meckling (1976) nun als Summe der

- Kontrollkosten des Principals für die Überwachung des Agenten (Monitoring expenses by the principal oder Monitoring Costs),
- Den „bonding expenditures by the agent“ (Kosten des Agenten für vertragliche Garantien, Verhaltensweisen zu unterlassen welche den Principal schädigen können) sowie
- Residualverlusten

Williamson (1988) definiert die Residualverluste als die Reduktion des Wertes der Firma, durch den abgeschwächten Einfluss des Eigentümers.

Nachdem nun die grundlegende Problematik von asymmetrischer Informationsverteilung zwischen einem Principal und einem Agent dargestellt wurden, soll im nächsten Teil der Arbeit eine Theorie dargestellt werden, welche versucht, einen Lösungsansatz für die Agency Problematik zu finden. Es handelt sich hierbei um das Modell von Diamond (1984), welches einen wichtigen Ansatzpunkt zur Entstehung von Banken als Finanzintermediäre geliefert hat und zudem die möglichen Vorteile des delegierten Monitoring darzustellen versucht. Wie gezeigt werden wird, ist diese Theorie insbesondere auch auf die Rolle von Ratingagenturen in einer ABS Struktur anwendbar.

3.2. Das Modell von Diamond

Das Modell von Diamond (1984) beschreibt eine Principal-Agent Situation in welcher ein risikoneutraler Unternehmer ein Projekt durchführen möchte und hierfür genau eine Geldeinheit Kapital benötigt. Der Unternehmer verfügt über kein eigenes Kapital, sondern ist auf ebenso risikoneutrale Geldgeber angewiesen, wobei jeder dieser individuellen Geldgeber über weniger als eine Geldeinheit verfügt, so dass sich zur Realisierung des Projektes eine Anzahl m an

Kapitalgebern zusammenschließen muss. Jeder dieser Kapitalgeber stellt dem Unternehmer somit $1/m$ Geldeinheiten zur Umsetzung des Projektes zu Verfügung. Wird das Kapital aufgebracht, so erzielt das Projekt in der nächsten Periode einen zufallsabhängigen Gewinn y . Die mögliche Höhe des Gewinns beträgt hierbei zwischen null und $\hat{y}$, wobei $\hat{y} < \infty$.

Es besteht für alle Kapitalgeber jedoch die Möglichkeit ihr Kapital in der ersten Periode in ein Alternativinvestment zu investieren, welches mit einem Zinssatz von R verzinst wird. Somit ist es für die Kapitalgeber nur dann vorteilhaft ihr Kapital dem Unternehmer zur Verfügung zu stellen, wenn der Erwartungswert dessen Projektes über R liegt. Um die vorhandene Informationsasymmetrie darzustellen, ergänzt Diamond (1984) die bisher getroffenen Annahmen um die Tatsache, dass ausschließlich der Unternehmer den Gewinn y aus dem Projekt beobachten kann, und die Kapitalgeber diesen nicht kostenlos nachvollziehen können. Der Unternehmer entscheidet über die Höhe der Rückzahlung z an die Kapitalgeber, wobei die Differenz zwischen y und z bei ihm verbleibt. Für ihn ergibt sich also der Anreiz, ein möglichst niedriges z zu wählen, jedoch müssen die risikoneutralen Geldgeber davon ausgehen können, dass der Erwartungswert der Rückzahlung z über dem Wert R liegt, da sie sich ansonsten gegen eine Investition in das Projekt entscheiden würden.

Diamond (1984) zeigt weiters, dass ohne Kontrolle des tatsächlichen Ergebnisses ein Schuldvertrag zwischen den Investoren und dem Unternehmen die effizienteste Lösung für diese Agency-Problematik ist. Dieser Schuldvertrag zeichnet sich dadurch aus, dass der Unternehmer unabhängig vom tatsächlichen Ertrag des Projekts einen Betrag h an die Investoren zu zahlen hat, wobei $y \geq z$ sein muss (da der Unternehmer nicht über eigenes Kapital verfügt und somit auch nicht mehr als den Ertrag aus dem Projekt ausschütten kann), $h \geq z$ sein muss und der Erwartungswert für $z \geq R$ sein muss. Darüberhinaus wird der Unternehmer einer nicht monetären Bestrafung, Diamond (1984) bezeichnet diese als Bankrott, zugeführt, falls er es nicht schafft, den vereinbarten Betrag h auszuschütten. In dieser Situation ist es für den Unternehmer immer die vorteilhafteste Lösung wahrheitsgemäß zu berichten und den vereinbarten Betrag h auszuschütten.

Das Modell wird nun um die Möglichkeit der Kontrolle durch die Investoren erweitert. Jeder Investor kann den tatsächlichen Projektertrag y unter Aufwand der Kontrollkosten K (wobei $K > 0$) überwachen. Entscheidet sich ein Investor dieses Monitoring durchzuführen, so erfahren die anderen Investoren das Ergebnis jedoch nicht, sondern müssen ihrerseits ebenfalls Kontrollkosten in Höhe von K aufbringen.

Entscheiden sich nun alle Investoren zum Monitoring, so entstehen bei jedem Investor die Kosten K , in Summe ergeben sich somit Kontrollkosten in Höhe von $K \times m$. Damit die Investition in das Projekt für jeden einzelnen Investor noch rentabel ist, müssen die Kontrollkosten K durch die erwartete Ausschüttung z ebenfalls abgegolten werden, womit der Erwartungswert für $z \geq (R + K)$ sein muss. Es folgt demnach, dass mit einer steigenden Anzahl m diese Kostendeckung immer unwahrscheinlicher wird, weil gleichzeitig der Anteil jedes Investors am Gesamtertrag abnimmt (da jeder Investor nur $1/m$ Geldeinheiten zur Verfügung stellt).

Diamond (1984) zeigt weiter, dass es aus Sicht der Investoren somit effizient ist, das Monitoring des Verhaltens des Unternehmers an einen eigenen „Monitorer“ zu delegieren. Gleichzeitig ist es den Investoren jedoch nicht möglich die Verhaltensweise des Monitorers zu beobachten, weshalb das Agency Problem nun in der Beziehung zwischen Investor und Monitorer auftritt. Aus diesem neuen Problem entstehen Delegationskosten, D , welche Kosten für die Bindung des Monitorers an die Investoren beschreiben (Diese entsprechen also den Kosten für die Bindung des Monitorers).

Der Monitorer erhält nun an Stelle der Investoren die Gewinnausschüttung des Unternehmens und leitet diese an die Investoren weiter. Diese könne wie erwähnt nicht die Verhaltensweise des Monitorers, sondern nur den an sie weitergegebenen Gewinnanteil beobachten. Wie schon im Verhältnis zwischen Investor und Unternehmer gezeigt, ist auch hier das Eingehen eines Schuldvertrages zwischen Investoren und Monitorer, welcher den Investoren eine feste Zahlung in der nächsten Periode zusichert, eine effiziente Lösung.

Unter der Annahme, dass der Monitorer nicht nur ein einzelnes Projekt eines Unternehmers überwacht, sondern ein Vielzahl an Projekten, entstehen bei ihm wesentliche Skaleneffekte bei den Kontrollkosten K . (Diese Annahme von Diamond (1984) wird im nächsten Unterkapitel noch näher betrachtet, da sie eine wesentliche Eigenschaft von Ratingagenturen wiedergibt. Nachfolgend soll jedoch noch das Modell von Diamond (1984) weiter behandelt werden.)

Im finalen Schritt zu seinem Modell über die Entstehung von Banken als Finanzintermediäre, bezeichnen Diamond (1984) nun die Investoren als Anleger, den Monitorer als Bank und die Unternehmer weiterhin als Unternehmen, die gegenüber der Bank jedoch als Kreditnehmer auftreten. Für die Bank ergeben sich nun auf Grund des Skaleneffektes geringere Monitorkosten, gleichzeitig vergütet sie die Anleger mit einer festen Ausschüttung. Um diese auch leisten zu können, finanziert die Bank nicht nur einen Unternehmer mit einem Projekt, sondern diversifiziert gleichzeitig ihre Investments in der Form, dass sie in verschiedene Projekte investiert, um so ihren erwarteten Ertrag zu maximieren und gleichzeitig die Verluste von Investments durch den Bankrott einzelner Unternehmen zu minimieren.

3.3. Rückschlüsse des Modells von Diamond auf Ratingagenturen

Wird das Modell von Diamond (1984) auf die Rolle von Ratingagenturen umgelegt, so kann eine Erklärung für das Entstehen von Ratingagenturen gefunden werden. Anders als die von Diamond (1984) erfolgte Erklärung für die Entstehung von Banken als Einheiten, welche auf der einen Seite Kapital von Anlegern aufnehmen, dies an ein Vielzahl von Unternehmen weitergeben um Gewinn aus den unterschiedlichen Zinshöhen zu generieren, erzielen Ratingagenturen ihren Ertrag nicht durch die Aufnahme und Weitergabe von Kapital, sondern ausschließlich durch die Leistung des Monitoring.

Um die Entstehung von Ratingagenturen erklären zu können, soll auf die im letzten Kapitel dargelegten Annahmen der Erzielung von Skaleneffekten im Modell von Diamond (1984) aufgebaut werden. Bei Unternehmen, die ausschließlich auf die Abwicklung des Monitoring spezialisiert sind, gehen die Kontrollkosten, wie von

Diamond (1984) gezeigt wurde, auf Grund der erzielten Skaleneffekte mit steigender Anzahl an kontrollierten Projekten gegen null. Geht man nun davon aus, dass es einen Anreiz für die Investoren geben kann, der dazu führt, dass sie die Präferenz haben ihre Geldeinheiten $1/m$ lieber dem Unternehmen direkt zur Verfügung zu stellen, so kann dieser in einem höheren Erwartungswert der Rückzahlung liegen.

Diamond (1984) hat gezeigt, dass der zu erzielende Ertrag aus dem Projekt ohne Monitoring optimal über einen Schuldvertrag mit einer fixen Rückzahlung h in der zweiten Periode gelöst werden kann. Weiters hat er gezeigt, dass Investoren die nicht direkt in ein Projekt investieren, sondern dies über einen Finanzintermediär tun, mit einer Rückzahlung größer h , diese soll nun $h(M)$ genannt werden, rechnen können, da ansonsten kein Anreiz bestehen würde diesen in die Transaktion hinzuzuziehen. Gibt es nun einen Zustand, in dem die sich der Erwartungswert des Projektes besser schätzen lässt, so wird der Unternehmer, der ja über kein eigenes Kapital verfügt und somit auf die Kapitalgeber angewiesen ist, dazu verpflichtet sein, den Investoren ein höheres h als ursprünglich, nun bezeichnet als $h1$, anzubieten um das Kapital für die Investition zur Verfügung gestellt zu bekommen. Dieses Monitoring ist jedoch nicht kostenlos, sondern wiederum mit den delegierten Kontrollkosten Kd behaftet. Es wird somit vorteilhaft sein, die Dienste einer Ratingagentur als Monitorer zu nutzen, wenn die Gleichung $(h1-Kd) \geq h(M)$ beziehungsweise $(h1-Kd) \geq h$ erfüllt ist.

Wie von Diamond (1984) beschrieben, entsteht nun wiederum zwischen dem Investor und dem Monitorer das Agency Problem. Der Agent kann nicht die Leistung des Monitorers, sondern einzig seinen eigenen durch den Unternehmer ausgeschütteten Ertrag beobachten. Aus diesem Grund muss es für den Monitorer einen Anreiz geben, die Leistung, welche durch die Kosten Kd abgegolten wird, auch zu erbringen und nicht seinerseits Moral Hazard zu begehen, in dem er die vereinbarte Leistung nicht erbringt.

3.4. Zusammenfassung

In diesem Abschnitt wurden die theoretischen Grundlagen zur Principal-Agent Theorie dargelegt und ein Überblick über die sich aus der asymmetrischen

Informationsverteilung ergebenden Probleme, insbesondere aus Sicht des Principal dargestellt. Kern der Theorie ist die Suche nach einer möglichst kosteneffizienten Überwachung der Arbeit des Agenten, um den Anreiz für opportunistisches Verhalten gering zu halten. Ein wesentliches Modell, welches für eine Auslagerung des Monitoring durch den Principal an einen externen Dritten spricht wurde durch Darstellung des Modells von Diamond (1984) ebenfalls gezeigt. In Hinblick auf eine ABS Struktur wird diese Rolle des Monitorings durch die involvierten Ratingagenturen abgedeckt, wobei ein wesentlicher Unterschied zum Modell von Diamond (1984) darin besteht, dass der Auftraggeber der Ratingagentur nicht der Investor, also der Principal, ist, sondern der Originator, also der Agent, ist. Wie in Kapitel 2 dargestellt, gibt es für diesen jedoch wesentliche Anreize, ein möglichst gutes Rating für die jeweilige ABS Struktur zu erzielen. Im nächsten Abschnitt soll ein Überblick über die weiteren Spannungsfelder zwischen den Teilnehmern einer ABS Struktur gegeben werden, um daraus ableitend die Grundproblematik der Entscheidungssituation in der sich Ratingagenturen befinden besser erklären zu können. Daran anschließend werden Möglichkeiten untersucht, ein Bonding der Ratingagenturen an die Interessen der Investoren zu erreichen und somit ein qualitativ hochwertiges Rating zu erhalten. Anschließend werden jene Einflussfaktoren erläutert, welche die Ratingagenturen dazu veranlassen können opportunistisch zu handeln.

4. Spannungsfelder in der Entscheidungssituation von Ratingagenturen, die für opportunistisches Verhalten sprechen

Nachfolgend werden die wesentlichsten Spannungsfelder in einer ABS Struktur kurz beschrieben, bevor auf diejenigen Spannungsfelder näher eingegangen wird, welche einen wesentlichen Einfluss auf die Entscheidungssituation von Ratingagenturen haben. Die Spannungsfelder zwischen den anderen Teilnehmern an einer ABS Transaktion sind insbesondere für die Bewertung des Risikos und der Komplexität, die in einer Transaktion enthalten sind, wichtig. Auf Grund dieser Spannungsfelder ist es für einzelne Investoren tendenziell nicht kosteneffizient das Monitoring selbst durchzuführen, da die Kontrollkosten je Investor mit zunehmender Komplexität der Transaktion steigen. Dies führt, wie im letzten Kapitel anhand des Modells von Diamond (1984) gezeigt wurde, wiederum dazu, dass ein Monitoring durch die einzelnen Investoren den Ertrag aus diesem Projekt stark reduziert, und somit gleichzeitig die Kostenvorteile eines Finanzintermediärs als Monitorer umso größer macht.

Ashcraft und Schuermann (2008) beschreiben sieben Kern-Spannungsfelder, die im Zuge einer ABS Struktur auftreten können. Im Rahmen dieser Arbeit wurden die Spannungsfelder, welche Agency-Probleme behandeln, zusammengefasst.

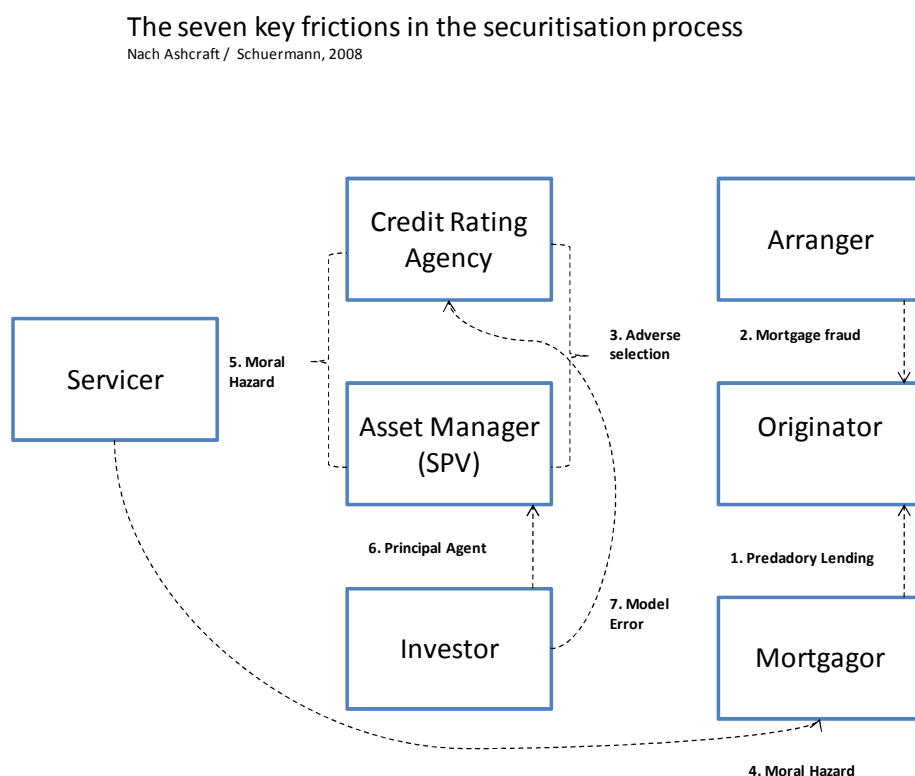


Abbildung 2 - Seven key frictions in the securitization process, nach Ashcraft und Schuermann (2008)

Bei den von Ashcraft und Schuermann (2008) beschriebenen Spannungsfeldern handelt es sich um:

1. Predatory lending:

Nach Engel und McCoy (2007, S. 105) werden unter diesem Begriff alle Praktiken zusammengefasst, welche dem Kreditgeber, Arrangeur oder einem Kreditvermittler Vorteile auf Kosten des Kreditnehmers bringen. Es handelt sich nach Morgan (2007, S. 6) bei predatory lending um ein „welfare-reducing provision of credit“ also um einen den Nutzen des Kredites für die Wirtschaft reduzierenden Bestandteil des Kredites. Dies kann etwa bei nicht gerechtfertigten Umschuldungen der Fall sein, deren Kosten der Schuldner trägt, aber nicht zwangsläufig einen höheren Nutzen daraus erzielt.

2. Mortgage fraud:

Spannungen zwischen dem Originator und dem Arrangeur beziehungsweise dem Investor. Hintergrund ist der mögliche Anreiz des Originators über das Instrument des predatory lending überproportional hohe Kredite an Kreditnehmer zu begeben. Dies im Wissen, daß eine eventuelle Uneinbringlichkeit ihn nicht persönlich trifft, da sein Ausfallrisiko durch den Verkauf der Forderungen begrenzt ist.

3. Principal Agent Problematiken:

- Adverse Selection: Spannungen zwischen dem Originator bzw. Arrangeur und dritten Parteien. Sowohl der Originator als auch der Arrangeur können die Qualität der Kreditverträge besser einschätzen und dadurch verleitet sein, bevorzugt die schlechten Kredite zu verkaufen (Problem des lemon selling).
- Moral Hazard: Spannungen zwischen dem Servicer und dem Schuldner. Der Schuldner muss das dem Kredit zu Grunde liegende Objekt sorgfältig behandeln. Befindet er sich selber in finanzielle Schwierigkeiten, fehlt oft der Anreiz diese Verpflichtung auch weiterhin zu erfüllen.
- Moral Hazard: Spannungen zwischen dem Servicer und dritten Parteien. Der Servicer verdient nur so lange er die einzelnen Kredite verwaltet.

Somit hat er Interesse daran dies möglichst lange zu tun, auch wenn dieses Verhalten den Investor schädigen sollte.

4. Modellfehler:

Spannungen zwischen dem Investor und Ratingagenturen. Nachdem in der Regel der Arrangeur und nicht die Investoren für die Kosten der Ratingagenturen aufkommen, kommt es hierbei zu Interessenskonflikten.

4.1. Auftreten des Principal Agent Problem in der ABS Struktur

Eine Problematik bei der Beurteilung der Risiken einer ABS Transaktion mit Hilfe der Agency Theorie ist, dass jeweils mehr als nur ein Principal einen Agent beauftragt. Die wichtigsten Konflikte die sich aus den Beziehungen der Akteure einer ABS Struktur ergeben, werden nachfolgend analysiert.

Im Zuge des Engagements eines Investors in die ABS Struktur muss er sich mehrerer Agenten bedienen. In diesen Beziehungen kommt es nach Ashcraft und Schuermann (2008) auf Grund des unterschiedlichen Informationsstandes der Teilnehmer zum Principal Agent Problem. Der Investor kennt nicht die Fähigkeiten des Asset Managers und hat nur eingeschränkt Information über die Investmentstrategie (Hidden Information). Zudem kann er die tatsächliche Leistung des Agenten nicht überprüfen (Hidden Action). Dieses Problem kann zum einen durch strenge Vorgaben des Investors eingegrenzt werden, und zum anderen kann er das Monitoring an eine Ratingagentur delegieren.

4.1.1. Adverse Selection

Nach Ashcraft und Schuermann (2008) besteht auf Grund der Informationsasymmetrie zwischen dem Originator (bzw. Arrangeur) und dritten Parteien ein Anreiz möglichst schlechte Kredite in die Struktur zu verkaufen (lemon selling), währenddessen die als besser eingestuften Forderungen entweder in den eigenen Büchern stehen bleiben oder woandershin verkauft werden können.

Es geht hier also vor allem um die Auswahl der zu verbriefenden Forderungen, welche an das SPV verkauft werden sollen. Keys et al (2008) zeigen, dass es auf

Grund der Ausweitung von ABS Strukturen tatsächlich zu einer Verschlechterung des Risikos von Forderungsportfolios gekommen ist. Dies auf Grund der Tatsache, dass die Kreditauswahl des Originators (Screening der Kunden) nachlässiger wurde. Keys et al (2008, S. 28) kommen zu einem ähnlichen Schluss: „Lender behavior in the subprime market did change based on the ease of securitization.“

Diese Problematik ist einer der Gründe für die Einbeziehung von Ratingagenturen in eine ABS Transaktion. Der Originator beauftragt eine Ratingagentur als externen Monitorer zur Überwachung seines eigenen Verhaltens. Die Kontrollkosten werden hierbei jedoch durch den Originator, dieser würde im Modell von Diamond (1984) der Rolle des Unternehmers entsprechen, und nicht durch die Investoren getragen.

Nachdem sich der Investor hiernach in der Regel ausschließlich auf die Einschätzung der Ratingagentur verlässt, kommt es hier wiederum zum nachfolgend behandelten Problem des Moral Hazard (Riegler, 2004, S. 170f). Dieser Gedanke wurde wie in Abschnitt 3.2 dargestellt auch schon von Diamond (1984) beschrieben. Wie er argumentiert hat, ist es den Investoren nicht möglich, die Arbeit des von ihnen beauftragten Monitorers kostenfrei zu überwachen. Vielmehr müssen Wege gefunden werden, um ein opportunistisches Verhalten des Monitorers möglichst zu vermeiden.

4.1.2. Moral Hazard

Auf Grund der Tatsache, dass eine Vielzahl von Akteuren in die ABS Struktur eingebunden sind, von denen jeder auf seinen Vorteil bedacht ist, kommt es auf mehreren Ebenen zur Problematik des Moral Hazard. Nachfolgend soll als Beispiel die Problematik zwischen Investor und Servicer (bei dem es sich oft auch gleichzeitig um den Originator handelt) beschrieben werden, um die Komplexität von ABS Strukturen aus Sicht der Agency-Problematik besser darzustellen. Anschließend soll im nächsten Kapitel auf das besondere Spannungsfeld zwischen Originator, Ratingagentur und Investor eingegangen werden.

Moral Hazard zwischen Servicer und Investor

Wie Ashcraft und Schuermann (2008) beschreiben kann sich der Investor der ABS Struktur eines Servicers bedienen, der gegenüber dem Kreditnehmer seine Interessen wahren soll. Nach Riegler (2004) ist es seine Aufgabe, die Kreditnehmer laufend zu überwachen.

Nach Ashcraft und Schuermann (2008) gibt es in der Beziehung zwischen dem Servicer und dem Investor zwei Kernproblematiken: Zum einen sind es die dem Servicer für seine Bemühungen zu erstatteten Kosten und zum anderen ist es der durch den Servicer zu bestimmende Moment den in Zahlungsverzug befindlichen Kredit zu beenden und das Objekt zu verwerten. Nachdem der Servicer im Normalfall zusätzlich zu einem Fixbetrag variable Vergütungen für Leistungen im Zusammenhang mit einem in Verzug geratenen Kreditnehmer erhält und diese im Wasserfall³ der Zahlungen vorrangig vor den Forderungen der Investoren beglichen werden, hat der Servicer nur ein sehr eingeschränktes Interesse daran, dass der Schuldner regelmäßig zahlt.

Das besondere Problem ist hier für den Investor die Tatsache, dass es für ihn nicht ersichtlich ist, wie gut die Arbeit des Servicers ist. Dieser kann aus verschiedensten Überlegungen heraus nicht die Leistung erbringen, die er seinem Auftraggeber in Rechnung stellt. (Ashcraft & Schuermann, 2008). Da es dem Investor nicht möglich ist, die Arbeit des Servicers an sich zu überwachen, so ist die Qualitätsprüfung des Servicers, ebenso wie jene des Originators, Bestandteil der Ratingeinschätzung einer ABS Struktur durch Ratingagenturen (siehe etwa Moody's (2008c) oder Fitch (2007)).

³ Dieser Terminus beschreibt die Verteilung der eingehenden Zahlungsströme zwischen den Beteiligten der Transaktion. An erster Stelle steht in der Regel der Zahlung von Steuern und öffentlichen Gebühren. Hiernach erfolgt die Begleichung der Kosten, des Servicers und die weiteren Kosten welche für die Aufrechterhaltung der Transaktion anfallen. Erst nachdem diese Kosten gedeckt sind, erfolgt die Weiterleitung der verbleibenden Gelder an die Investoren – wobei hier wieder die Senior-Investoren ihre Zahlungen vor den Junior-Investoren erhalten.

4.2. Model Error

Ein weiteres Spannungsfeld nach Ashcraft und Schuermann (2008) betrifft das Verhältnis zwischen der Ratingagentur und dem Investor. Im Zuge eines Ratings gibt es im Wesentlichen zwei Arten von Fehlern: Unbeabsichtigte (honest Errors) und beabsichtigte (dishonest errors) Fehler. Unbeabsichtigte Fehler passieren als Folge der Komplexität einer Struktur oder einem schnellen Wandel in den äußeren Umständen, während beabsichtigte Fehler durchaus auf Grund des Naheverhältnisses von Ratingagenturen zu, beziehungsweise deren Abhängigkeit von ihren Auftraggebern passieren. Eine Erklärung hierzu könnte der Umstand liefern, dass nahezu jede ABS Struktur die am Kapitalmarkt gehandelt werden soll von einer der großen Ratingagenturen eingestuft werden muss und der Originator aus diesem Grund hohes Interesse an einem möglichst guten Rating hat. Diese besondere Problematik wird im nachfolgenden Kapitel noch näher ausgeführt.

Der Problematik des Model Errors wirkt zum einen die Abhängigkeit der Ratingagenturen von ihrem Ruf als ehrlichem Marktteilnehmer entgegen und zum anderen kann durch die Veröffentlichung des Bewertungskataloges und der damit einhergehenden Nachvollziehbarkeit des erfolgten Ratings durch unabhängige Dritte eine Nachvollziehbarkeit des Ratingprozesses gewährleistet werden. Die einem opportunistischen Verhalten der Ratingagenturen entgegenwirkenden Maßnahmen werden in Kapitel 6 noch näher ausgeführt.

4.3. Zusammenfassung

In diesem Abschnitt wurden die wesentlichen Spannungsfelder zwischen den Akteuren in einer ABS Struktur dargestellt. Das für diese Arbeit wesentlichste Problem besteht zwischen den unterschiedlichen Interessen der Originatoren, Investoren und Ratingagenturen. Wie schon in den vorhergehenden Kapiteln gezeigt, hat der Originator aus verschiedensten Gründen Interesse daran eine für ihn möglichst günstige ABS Struktur einzurichten. Der Investor wiederum hat das Ziel durch sein Engagement einen im Verhältnis zum Risiko möglichst ausgewogenen Ertrag zu erzielen. Auf Grund der gezeigten Komplexität einer ABS Struktur, kann er in der Regel das Monitoring des Originators nicht selber durchführen, sondern lagert dieses an einen externen Dritten aus. Dass diese Auslagerung des Monitoring aus mehreren Gründen effizient sein kann, wurde

durch das Modell von Diamond (1984) gezeigt. Im Unterschied zu dessen Modell, hat hier aber die Ratingagentur als Monitorer nicht das Interesse durch ein eigenes Investment Erträge zu erzielen und aus diesem Grund möglichst effizient zu monitoren, sondern erzielt sie ihre Erträge vielmehr ausschließlich durch die Vergütung der für das Monitoring anfallenden Kosten. Hierbei befindet sie sich auf Grund der Tatsache, dass die Entlohnung durch den Originator der Struktur und nicht den Investor erfolgt, jedoch in einer neuen Entscheidungssituation.

Die Anreizproblematik besteht darin, dass auf der Originator aus den in Kapitel 2 gezeigten Gründen wesentliches Interesse an einer guten Einstufung hat, die Investoren gleichzeitig jedoch auf ein objektives Rating vertrauen. In den nachfolgenden Abschnitten soll dieses Spannungsfeld näher betrachtet werden, um anschließend Rückschlüsse auf das mögliche opportunistische Verhalten von Ratingagenturen ziehen zu können. Hierzu sollen im nächsten Abschnitt jene Faktoren betrachtet werden, welche einen Anreiz zu opportunistischem Verhalten für die Ratingagenturen bieten.

5. Die Anreizproblematik für Ratingagenturen in einer ABS Struktur

Um die Frage ob Ratingagenturen bei der Bewertung von ABS Transaktionen opportunistisch gehandelt und nicht ihrem Auftrag und Wissen entsprechende Ratings vergeben haben, zu beurteilen, ist es wesentlich sich das Spannungsfeld in dem sich diese Unternehmen befinden anzusehen. Ausgangspunkt ist wie in Kapitel 3.2 gezeigt, das Interesse von Investoren das Monitoring eines Unternehmens durch einen externen Dritten ausführen zu lassen. Diese Auslagerung des Monitoring soll nach der Theorie von Diamond (1984) das Risiko der Investition mindern und den Erwartungswert dieser Investition im Vergleich zu den Alternativen (kein Monitoring oder Monitoring durch jeden einzelnen Investor) maximieren. Anders als im Modell von Diamond (1984) gibt es im Bereich des Ratings von ABS Strukturen zwei wesentliche Unterschiede: Zum einen ist der Mittelpunkt des Monitorings nicht ein Unternehmer sondern ein Paket von Forderungen und zum anderen wird der Monitorer nicht von den Investoren, sondern von dem Unternehmer beauftragt. Wie im letzten Kapitel dargestellt, gibt es zwischen den an einer ABS Struktur teilnehmenden Parteien eine Vielzahl an möglichen Spannungsfeldern. Nachfolgend sollen nun mögliche Konflikte betrachtet werden, die dazu führen können, dass Ratingagenturen nicht ihrem Auftrag entsprechend handeln, sondern ihren eigenen Nutzen aus der Geschäftsbeziehung durch Moral Hazard auf Kosten des Principals erhöhen.

Ratingagenturen übernehmen im Wesentlichen eine Kontrollfunktion für die Investoren. Ziel ist es, den Investoren das tatsächliche Risiko ihres Engagements aufzuzeigen und das Risiko eines Investments korrekt darzustellen. Im Modell von Diamond (1984), wird diese Kontrollfunktion von Finanzintermediären ausgeübt. Wie schon beschrieben wurde, ist eine Kernaussage des Modells die Erweiterung der Principal Agency Beziehung um einen weiteren Agenten, welcher zur Kontrolle des ersten Agenten übernehmen soll. Gab es wie in Abschnitt 3.1 betrachtet die klassische Agency Problematik zwischen Investor (Principal) und Originator (Agent) der Forderung, so erfolgt im Rahmen einer ABS Struktur durch den Investor der Versuch die Kosten, die ihm durch die asymmetrische Informationsverteilung entstehen, durch Hinzunahme eines weiteren Agent zu vermindern.

Somit ergibt sich an Stelle des in Abbildung 3 dargestellten klassischen Agency Problems mit zwei Teilnehmern, nämlich nur dem Investor und dem Originator, eine neue Konstellation.

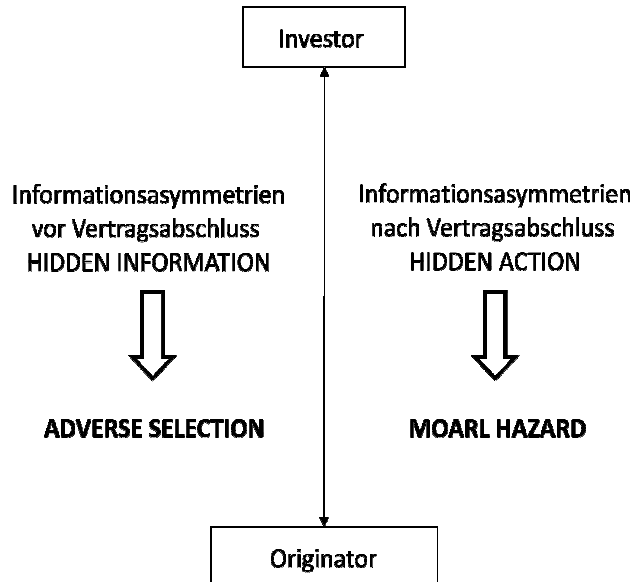


Abbildung 3: Klassisches Agency Problematik, vergleiche Wolf (2003)

Abbildung 4 zeigt diese durch Hinzunahme der Ratingagentur um einen weiteren Agenten erweiterte Konstellation. Der Investor als Principal versucht die Kontrollfunktionen die er für eine effektive Steuerung des Agenten benötigt, an eine dritte Partei auszulagern. Die Ratingagentur erhält den Auftrag, den Originator sowohl vor Vertragsabschluss zu analysieren (Screening) und somit die Kosten einer möglichen Adverse Selection zu vermindern, als auch nach Vertragsabschluss durch regelmäßiges Monitoring der Struktur die Möglichkeit eines Moral Hazard zu reduzieren.

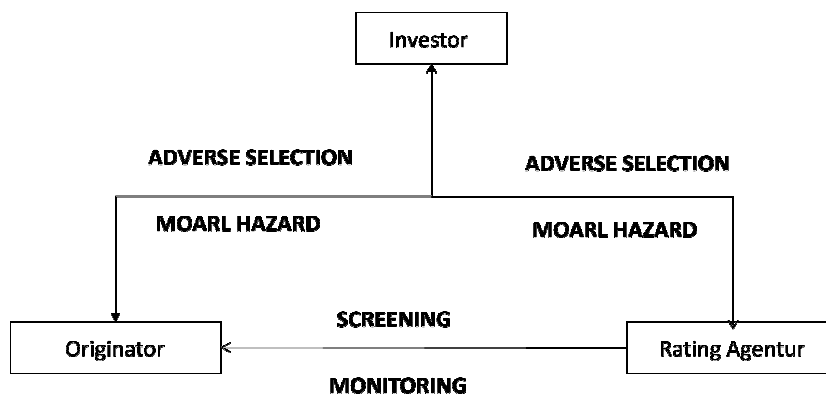


Abbildung 4: Erweiterte Agency Problematik einer ABS Struktur, vergleiche Wolf (2003)

Die Agency Kosten des Investors sollten sich durch die bessere Qualität der Entscheidungsgrundlage reduzieren. Das heißt, die Möglichkeiten des Originators, den Investor durch opportunistisches Verhalten zu schädigen, soll erschwert werden. Ein Indikator für die Qualität einer ABS Struktur ist deren durch eine Ratingagentur vergebenes Rating. Dieses Rating unterliegt normalerweise regelmäßigen Evaluierungen durch die Ratingagentur. Für den Fall einer Änderung des im Portfolio enthaltenen Risikos erfolgt eine Umstufung des Ratings. Erhöht sich das einer Struktur immanente Risiko wird das Rating herabgestuft, verbessert sich die Risikosituation wird das Rating hinauf gestuft. Zu einer Ratingänderung kann es im Wesentlichen aus folgenden Gründen kommen: A) Das ursprüngliche Rating war nicht korrekt (Hidden Information Problem), B) der Originator hat sein Verhalten geändert (Hidden Action Problematik) oder C) exogene Faktoren beziehungsweise einer beliebigen Mischung aller drei Faktoren.

5.1. Mögliche Ursachen für opportunistisches Verhalten von Ratingagenturen

Zu den Hauptgründen die zu opportunistischem Verhalten von Ratingagenturen führen zählen nach Hunt (2009) insbesondere fehlender Wettbewerb, fehlende Transparenz der Ratingvergabe, Interessenskonflikte auf Seiten der Ratingagentur, sowie regulatorische Hürden.

Fehlender Wettbewerb

In den USA zugelassene Ratingagenturen müssen sich bei der SEC⁴ registrieren lassen um valide Ratings durchführen zu dürfen. Nach Daten der SEC (2008) waren Mitte 2008 10 nationale Kreditratingagenturen (Credit Rating Agencies, nachfolgend auch kurz CRA genannt) von der SEC zugelassen. Jedoch vergeben die drei großen Ratingagenturen Moody's, Standard and Poor's und Fitch Ratings im Bereich ABS mehr als 96% aller Ratings (379.978 von 394.635 Ratings). Der die Marktkonzentration messende Herfindahl-Hirschman Index (HHI)⁵ beträgt im

⁴ U.S. Securities and Exchange Commission

⁵ Der Herfindahl-Hirschman Index (Hirschman, 1964) ist eine Möglichkeit die statistische Marktkonzentration zu messen. Ein Wert unter 1.000 bedeutet nahezu keine Marktkonzentration,

Bereich des ABS-Ratingmarktes 3.657, was einem Markt mit nur 2,73 gleich großen Firmen entspricht. Wie White (1987) gezeigt hat, würde sie eine solche Marktkonzentration, wäre sie nicht gewachsen, sondern würde durch Unternehmenszukäufe zu erreichen versucht werden, mit hoher Wahrscheinlichkeit von den Wettbewerbsbehörden untersagt werden.

Auch wenn eine hohe Marktkonzentration nicht zwangsläufig einen geringeren Wettbewerb nach sich zieht, so erhöht diese doch die Möglichkeit hierzu. Dies wird noch durch die in vielen Bereichen gelebte Praxis verstärkt, zwei Ratings für die gleiche Struktur einzuholen (Hunt, 2009, S. 18ff).

Das bestehende Oligopol ist jedoch ein Indiz dafür, dass es Ratingagenturen auf Grund der eingeschränkten Alternativen für die Auftraggeber tendenziell leichter fallen sollte opportunistisch zu handeln, ohne mit Konsequenzen rechnen zu müssen. Des Weiteren ergeben sich für Kunden, welche sich in Quasi-Monopol-Märkten bewegen, weitere Nachteile, wie etwa höhere Preise (Nicholson, 2005).

Fehlende Transparenz

Sowohl von Seiten der Marktteilnehmer als auch von den Aufsichtsbehörden gibt es Kritik an der zu geringen Transparenz von Ratingagenturen. Laut Hunt (2009) geht es hierbei um Transparenz in zwei Bereichen: methodologische Transparenz und die Transparenz der Performance.

Unter methodologischer Transparenz versteht man, dass Ratingagenturen ihre den Ratings zu Grunde liegenden Modelle offenlegen, um auf diese Weise die von ihnen vergebenen Ratings objektiv nachvollziehbar zu machen. Auf Druck der Aufsichtsbehörde SEC hat es hier in den letzten Jahren schon Fortschritte gegeben, auch wenn die verwendeten Ratingmethoden noch weit von echter

ein Wert zwischen 1.000 und 1.800 eine moderate Konzentration und ein Wert über 1.800 eine hohe Konzentration. Dieser Index wird auch im Fall von staatlichen Organisationen mit dem Auftrag Wettbewerb sicherzustellen in der Entscheidung der Erlaubnis von Unternehmensmergern verwendet. Wie White (1987) festgestellt hat werden Merger nach denen eine Marktkonzentration von mehr als 1.800 nach dem HHI Index entsteht oft untersagt (Levin, 1990).

Transparenz entfernt sind.⁶ Neben der Offenlegung der Methoden zur Ratingfindung verlangt die SEC (2008) etwa auch die Publizierung der Richtlinien zur Vermeidung von Datenmissbrauch, der Richtlinie zum Umgang mit Interessenskonflikten sowie die Nennung der verantwortlichen Compliance-Beauftragten.

Bei der Transparenz der Performance von Ratingagenturen handelt es um öffentlich zugängliche Statistiken über die in der Vergangenheit erzielte Performance von Ratingagenturen. Diese sind wesentlich, um einem Investor, der sich an Hand eines Ratings einer der Agenturen einen Marktüberblick verschaffen möchte, die Mittel in die Hand zu geben um Rückschlüsse auf deren Verlässlichkeit zu ziehen. Hierzu gibt es im Gegensatz zu den methodologischen Unterlagen schon sehr gut verwertbare Dokumentationen auf den Homepages der einzelnen CRAs. Etwa bei Fitch Ratings (2008) oder Moody's (2008c). In Abschnitt 7.1 werden die Unterschiede der Ratingänderungen bei Fitch und Moody's in den letzten Jahren näher betrachtet.

Ebenfalls in den Konflikt von fehlender Transparenz kann man das Rating-Shopping einordnen. Nach Bolton et al (2009) versucht hierbei ein Emittent die gleiche Struktur bei mehreren Ratingagenturen raten zu lassen, publiziert jedoch nur die für ihn vorteilhaften Ratings. Interessant in diesem Zusammenhang ist, wie etwa im Zuge von Basel II versucht wird dieses Rating-Shopping zu verhindern: Beim Vorliegen mehrerer Ratings müssen in der Risikobewertung durch eine Bank prinzipiell immer das schlechtere herangezogen werden. Ein Cherry-Picking soll auf diese Weise verhindert werden.

Trotz der Fortschritte bei dem Versuch die Vorgehensweise von Ratingagenturen transparenter zu machen, ist in diesem Bereich noch viel Arbeit nötig. So ist es ein Ziel der SEC (2008) die Offenlegung der Daten so transparent zu gestalten, dass

⁶Auf den Internetseiten der Ratingagenturen finden sich heute schon einige Dokumente die beschreiben wie Rating erzielt werden. Vergleiche hierzu etwa Moody's (2008b) und (2008a). Bei den publizierten Methoden handelt es sich jedoch leider um sehr allgemein gehaltene Informationen und nicht um eine tatsächlich nachvollziehbare Rating-Methodologie.

auf Grund der veröffentlichten Daten zu einem Rating, eine andere CRA zu dieser Transaktion ein eigenes Rating abgeben kann.

Ein weiterer Nachteil des fehlenden Wettbewerbes ergibt sich nach Hunt (2009) durch den geringeren Innovationsdruck. Alle drei großen CRAs verwenden sehr ähnliche Ratingmodelle, wenn auch mit geringen spezifischen Modifikationen. Die unter der Annahme eines kompetitiven Marktes stattfindende Weiterentwicklung durch Konkurrenz fehlt vollkommen.

Regulatorische Rahmenbedingungen

Staatliche Aufsichtsbehörden verpflichten gewisse Investorenkreise oft dazu nur Investments zu tätigen denen durch eine Ratingagentur eine gewisse Bonität bescheinigt wurde. Dies kann etwa auf Pensionsfonds oder mündelsichere Investmentprodukte zutreffen. Partnoy (1999, S. 681ff) zeigt, dass bei einer solchen Konstellation der Anreiz für die Marktteilnehmer, welche Ihre Produkte raten lassen müssen, einen höheren Preis für ein Rating zu bezahlen höher ist. Gleichzeitig sinkt durch die Tatsache, dass es nur eine begrenzte Anzahl von akzeptierten Ratingagenturen gibt auch der Anreiz für diese akkurat zu raten.

In seiner Theorie zur „Regulatory license“ zeigt Partnoy (1999), dass es im Wesentlichen drei Gründe gibt warum Kreditratings gekauft werden und gute Ratings für die Emittenten dementsprechend wertvoll sind:

1. Gut geratete Investmenttranchen ziehen eine größere Investorenmenge an.
2. Erhält der Originator ein gutes Rating, erspart er sich eine Vielzahl anderer Kosten, etwa für die Stellung zusätzlicher Sicherheiten.
3. Des Weiteren reduzieren Investitionen in gut geratete Wertpapiere die möglichen Haftungsrisiken der für die Investments verantwortlichen Manager der Investoren (Hosp, 2010).

In eine ähnliche Richtung zielt auch die österreichische Umsetzung der BASEL II Richtlinien ab: So ist in der Solvabilitätsverordnung (2006) an mehreren Stellen (etwa §§ 180, 181 SolvaV) der Hinweis auf „anerkannte Rating-Agenturen“ zu finden. Des Weiteren finden sich namentlich die drei großen Agenturen inklusive

einer Überleitung deren Ratings auf die in BWG und SolvaV verwendeten Ratings in der ergänzenden Mappingverordnung (2007).

Interessenskonflikte⁷

In ihrer Untersuchung zeigen Tomlinson und Evans (2007), dass Standard and Poors (S & P), Moody's und Fitch in den letzten drei Jahren mehr Geld damit verdient haben strukturierte Finanzierungen zu bewerten, als in jedem anderen ihrer Geschäftsbereiche. S & P verrechnet bis zu 12 Basispunkten des Gesamtwertes der Transaktion für die Bewertung, im Vergleich zu 4,25 Basispunkten die für eine Bewertung von Firmenanleihen veranschlagt werden.

Zur Entlohnung von Ratingagenturen für Ratings existieren zwei Geschäftsmodelle. Das eine wird als „issuer-pay“ Modell bezeichnet⁸. Bei diesem Entlohnungsmodell, welches in der Regel bei strukturierten Finanzierungen zur Anwendung kommt, beauftragt und vergütet der Originator der Struktur die Ratingagentur. Mit dem Ziel zukünftig weiteres Geschäft zu erhalten, kann somit für die CRA ein Anreiz bestehen, bessere Ratings zu vergeben, als in einem objektiven Ratingverfahren zu vergeben gerechtfertigt wären. Im Fall von ABS Transaktionen kommt hier noch der Umstand erschwerend hinzu, dass die direkten Auftraggeber in der Regel zwar die einzelnen SPV sind, es sich bei den Originatoren und Arrangeuren der ABS Strukturen jedoch um eine relativ kleine Gruppe von Unternehmen handelt. Aus diesem Grund, kann es besonders verlockend sein, diese kleine Gruppe an Auftraggebern wohlwollend zu stimmen. (U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), 2008). So zeigen etwa auch Bolton et al (2009), dass Ratingagenturen veranlasst sein können, bessere Ratings

⁷Partnoy (2006) arbeitet in seinem Arbeitspapier die Unterschiede zu den anderen „Gatekeepern“ heraus. Bei diesen handelt es sich um auf ein Unternehmen in gewissem Maße regulierend einwirkende professionelle Dritte. Dies sind neben den Ratingagenturen auch Unternehmensprüfer, Unternehmensanalysten sowie Rechtsanwälte (siehe auch Hosp (2010, S. 8)).

⁸ Das zweite Modell der Entlohnung wird als „subscriber-pay“ Modell bezeichnet. Hierbei erfolgt die Vergütung der Ratingagentur durch den Zeichner der Wertpapiere. Es kann für diesen durchaus Situationen geben, in denen es vorteilhaft ist, wenn gewisse Papiere ein besseres oder schlechteres Rating erhalten würden. Nachdem diese Variante der Vergütung bei strukturierten Finanzierungen in der Regel nicht anzutreffen ist, wird auf diese „subscriber-pay“ Modelle nicht näher eingegangen.

öfter zu vergeben als dies tatsächlich richtig wäre. Die mit dem Ziel sich zukünftige Erträge zu sichern. Insbesondere bei Vorliegen von naiven Investoren oder geringen Kosten durch Reputationsverlust⁹ ist diese Möglichkeit gegeben.

Auch Partnoy (2006, S. 68ff) beschreibt die Interessenskonflikte die auf Seiten von Ratingagenturen im Zuge des Ratings einer ABS Struktur entstehen können sehr ausführlich. Er zeigt hier insbesondere zwei Problembereiche auf. Es sind dies zum einen die Fees, welche für zusätzliche Leistungen (insbesondere für Beratung), sogenannte Ancillary Services anfallen, und zum anderen die Problematik von nicht beauftragten (unsolicited) Ratings. In Bezug auf Ancillary Services besteht das Problem darin, dass Ratingagenturen ein dem Rating vorausgehendes Consulting anbieten, in dem ein Unternehmen oder eine ABS Struktur vorab analysiert und in Hinblick auf mögliche Verbesserungen beraten werden. Für diese Leistungen fließen dementsprechende Fees.

Mit „unsolicited ratings“ beschreibt Partnoy (2006) den Umstand, dass Ratingagenturen Unternehmen oder Transaktionen ohne Auftrag ein (vermeintlich schlechtes) Rating zukommen lassen, um diese dazu zu bewegen, einen Auftrag für ein Rating zu erteilen. Nachdem sich Partnoy (2006) jedoch nicht auf strukturierte Finanzierungen bezieht und deren Rating in der Regel wesentliche Informationen zu der Struktur erfordert, kann man davon ausgehen, dass die Problematik der unsolicited ratings hier nur eine untergeordnete Rolle spielt.

5.2. Zusammenfassung

Wie herausgearbeitet wurde, gibt es eine Reihe von Interessenskonflikten, welche die Entscheidung von Ratingagenturen stark beeinflussen können. Insbesondere die zuletzt diskutierte Abhängigkeit zukünftiger Erträge von der Vergabe guter Ratings birgt einen starken Anreiz für Ratingagenturen, positiv zu raten. In diesem Zusammenhang soll noch einmal das in Kapitel 3.2 beschriebene Modell von Diamond (1984) in Erinnerung gerufen werden. Nach dessen Theorie hat das Auftreten des Finanzintermediärs, und das Outsourcing des Monitorings an diesen,

⁹ Auf den Einfluß von Reputation auf das Verhalten von Ratingagenturen wird in Kapitel 6 noch näher eingegangen.

eine ertragsoptimierende Auswirkung für die Investoren. Gleichzeitig tritt nun jedoch das Agency-Problem zwischen dem Investor und dem Finanzintermediär auf. Diamond (1984) hat die Kosten dieses Problems als Delegationskosten bezeichnet. Da sich Diamond (1984) zur Lösung dieses Problems wieder des Lösungsansatzes seines ursprünglichen Agency-Problems bedient, es in dem speziellen Fall des „issuer-pay“ Modells, jedoch keine monetären Anreize seitens des Investors als Principal gesetzt werden können, um das Verhalten des Agenten (der Ratingagentur) zu beeinflussen, verbleiben nur nicht-monetäre Drohmechanismen, um dessen Verhalten zu steuern. Ob diese in Anbetracht der vorhandenen Anreize für Ratingagenturen opportunistisch zu handeln ausreichen um korruptes Verhalten zu verhindern, muss jedoch bezweifelt werden. Insbesondere auf Grund des Zusammenspiels zwischen den erwähnten Faktoren wie etwa der regulatorischen Rahmenbedingungen und der starken Interessenskonflikten sind Anreize für opportunistisches Verhalten gegeben.

Im nachfolgenden Abschnitt wird mit der Theorie des Reputational Capital eine Theorie vorgestellt, welche gegen opportunistisches Verhalten des Agenten auch bei fehlenden monetären Anreizen spricht. In einer Situation ähnlich der in welcher sich Ratingagenturen befinden, werden in dieser Theorie Faktoren aufgezeigt, welche das ehrliche Verhalten des Agenten fördern sollen.

6. Die Theorie des Reputational Capital

Eine wesentliche Theorie zur Reduktion von opportunistischem Verhalten in einer Agency Beziehung ist jene des Reputational Capital. Insbesondere in Bezug auf die hier untersuchte Situation und die Frage wie die Bindung der Ratingagentur an den Investor als Principal, ohne die Möglichkeit monetäre Anreize zu bieten, zu bewerkstelligen ist, bietet die Theorie des Reputational Capital in Verbindung mit der Theorie von Diamond (1984) vielversprechende Ansätze.

6.1. Die Reduktion von opportunistischem Verhalten durch Reputation

Eine Grundlage zur Theorie des Reputational Capital¹⁰ haben Booth und Smith (1986) mit Ihrem Artikel zu der Rolle einer Investmentbank als Risikoprüfer bei einer Kapitalerhöhung gelegt. Im Fall einer Kapitalerhöhung besteht zwischen den bisherigen Eigentümern einer Firma, nachfolgend auch als Insider bezeichnet, sowie den potentiellen neuen Investoren eine hohe Informationsasymmetrie. Diese Situation führt dazu, dass Investoren keine Sicherheit darüber haben können, dass der von ihnen gezahlte Preis für das Investment dessen tatsächliche Qualität widerspiegelt.

Nach Akerlof (1970) führt eine solche Konstellation in einem Markt mit ehrlichen und unehrlichen Teilnehmern unweigerlich dazu, dass nicht nur der Preis, welchen der durchschnittliche Kunde zahlt für die angebotene Qualität zu hoch ist, sondern vielmehr der gesamte Markt zu existieren aufhört.

Nachfolgend soll die Theorie von Booth und Smith (1986) zum Einfluss der Reputation auf das Verhalten des Agenten und im Anschluss daran deren möglicher Effekt auf das Verhalten von Ratingagenturen erklärt werden.

¹⁰ Nach Spremann (1988) beschreibt Reputation beziehungsweise Reputational Capital den guten Ruf einer Firma als Marktteilnehmer. Sie begünstigt den Abschluß, die Gestaltung sowie die Abwicklung von Verträgen und hat somit eine ähnliche Wirkung wie Garantien, Sicherheiten, informative Berichte und sonstige Signale die dazu beitragen können, Transaktionskosten zu senken.

Booth und Smith (1986) gehen in ihrem Modell von einer Situation aus in der die Insider ohne zusätzliche externe Investments eine gewisse Anzahl von Projekten deren Wert mit X_t^I beziffert werden kann realisieren können. Durch die Hereinnahme von Investoren könnten Projekte im Wert von X_t^P umgesetzt werden. Somit ergibt $X_t^I - X_t^P = Y$, wobei Y die Quasi-Rente¹¹ die erzielt werden kann wenn zusätzliche Investitionen getätigt werden können, darstellt. Die Verfügbarkeit von Kapital für diese zusätzlichen Investitionen setzt wiederum voraus, dass die vermeintlichen neuen Investoren nicht von einem unehrlichen Verhalten der Insider ausgehen.

Weiters wird angenommen, dass die bestehenden Shareholder, falls sie betrügen, ohne dass dies von den neuen Investoren antizipiert wird, einen einmaligen Ertrag W erzielen können. Dieser Betrug ist jedoch mit Reputationsverlust, ebenso wie dem Verlust der laufenden und zukünftigen Quasi-Renten, verbunden. Die Voraussetzung, welche gegeben sein muss damit sich ein Betrug durch die Insider nicht auszahlt ist demnach:

$$Y / (e^{rt} - 1) > W / e^{rt}$$

Wobei r die Kapitalkosten und t die zwischen den Emissionen vergangene Zeitspanne kennzeichnen. Übersteigt also der Barwert der zukünftigen laufenden Quasi-Renten den Barwert des einmaligen Ertrages durch betrügerisches Verhalten durch Verlangen eines überhöhten Preises, dann besteht für den Insider kein Anlass zu betrügen.

Nachdem nun aber der neue Investor nicht weiß, ob diese Kondition erreicht ist, verlangt er die Vorlage eines Bond (einer Bürgschaft bzw. Haftung) B . Dieser Bond muss nun wieder größer sein, als der Wert den der Insider durch Betrug erzielen kann, somit gilt:

$$B > W / e^{rt}$$

¹¹ Als Quasi-Rente wird in diesem Zusammenhang der in zukünftigen Perioden erzielbare Ertrag definiert.

Ähnlich argumentiert auch Telser (1980) in seinem Artikel zur Wirkungsweise von „Self-Enforcing Agreements“, bei denen derjenige, welcher die Vereinbarung verletzen möchte ebenfalls den einmaligen Nutzen der Vertragsverletzung gegen den Verlust des Nutzens aus zukünftigen Gewinnen abwägt.

Im Modell des Reputational Capital wird der notwendige Bond nun von einem weiteren Teilnehmer ausgestellt. Bei diesem handelt es sich im Beispiel von Booth und Smith (1986) um eine Investmentbank¹², dies kann jedoch genauso gut eine Ratingagentur sein oder der von Diamond (1984) verwendete Finanzintermediär. Dieser wendet nun Ressourcen auf, um sich einen Wissensstand, der dem eines Insiders gleicht, aufzubauen. Um diesen Wissensstand zu erreichen, fallen somit Kosten in Höhe von C an. (Diese Kosten sind vergleichbar mit den Kontrollkosten K im Modell von Diamond (1984)).

Da diese Kosten, C , im Modell von Booth und Smith (1986) durch den Auftraggebern (Insider) getragen werden, muss die Gleichung

$$Y - C > B(e^{rt/n} - 1)$$

erfüllt sein. Somit ist gegeben, dass der Nettowert der Emission abzüglich der Zertifizierungskosten größer ist als der Barwert der Kosten des Bonds und damit der absolute Nettonutzen der Insider gesteigert wird.

Die geschilderte Theorie erklärt den zusätzlichen Nutzen für die vor Hinzunahme des zertifizierenden Agenten ursprünglichen Teilnehmer des Principal-Agent Problems (siehe hierzu auch Abbildung 3 auf Seite 39). Durch Hinzunahme des weiteren Agenten ergibt sich nun eine Struktur wie in Abbildung 4 auf Seite 39 dargestellt. Die bisher erläuterten Überlegungen können nun jedoch noch keine Aussage über das Verhalten des neu hinzu gekommenen Agenten geben. Denn

¹² Neben dem von Booth und Smith (1986) ins Spiel gebrachten Investmentbanker, der eine Funktion als „Wissensmittler“ erfüllt, gibt es eine Vielzahl anderer Institutionen, welche diese Rolle übernehmen können. Neben den Ratingagenturen die in dieser Arbeit genauer betrachtet werden, könnten es jedoch auch Wirtschaftsprüfer oder staatliche Institutionen sein welche diese Funktion übernehmen.

auch dieser befindet sich im Spannungsfeld der Agency Problematik. Um sein Verhalten im Umgang mit der asymmetrischen Informationsverteilung vorhersagen und beeinflussen zu können, müssen die den Agent in seiner Entscheidungsfindung beeinflussenden Faktoren betrachtet werden. In der Theorie des Reputational Capital gibt es wiederum zwei wesentliche Faktoren die opportunistisches Verhalten bedingen: Der monetäre Vorteil durch (vorsätzliche oder fahrlässige) Fehlinformation, sowie die Reputation des Agenten und die damit zusammenhängenden zukünftig zu erwarteten Erträge.

6.2. Anreize für den Agent wahrheitsgemäß zu berichten – Wahrung seiner Reputation

Die Auswirkung von Reputational Capital auf eine Agency Beziehung soll zunächst an Hand verschiedener Untersuchungen dargestellt werden, bevor im nächsten Abschnitt auf die Konsequenzen der Theorie auf das Verhalten von Ratingagenturen eingegangen wird.

Nach Spremann (1988) ist der gute Ruf für den Agenten so lange wertvoll so lange er besteht, da diese Reputation gewisse Erwartungen in ihn setzt und diese Erwartungen monetär abgegolten werden. In der Literatur zur Wirkung der Reputation zur Reduktion von opportunistischem Verhalten finden sich wesentlich Erkenntnisse hierzu. So beschreibt etwa Easterbrook (1984) sowohl die Möglichkeit der Reduktion von Adverse Selection durch die regelmäßige Ausschüttung von Dividenden (und somit ein erfolgreiches „Signalling“ von wirtschaftlicher Stabilität an potentielle neue Investoren und den Aufbau einer positiven Reputation), als auch eine Reduktion des Risikos von Moral Hazard durch die auf Grund der Dividendenzahlung häufigere Notwendigkeit für das Management einer Unternehmung Fremdkapital aufzunehmen und sich somit einer regelmäßigen externen Überprüfung unterziehen zu müssen.

Klein und Leffler (1981, S. 618ff) zeigen, dass es sich in einem Markt in welchem alle Konsumenten ihre Erfahrungen der letzten Kaufentscheidung kostenlos austauschen können, für die Produzenten auszahlt eine hohe Qualität zu liefern, da der hierfür erzielbare höhere Preis (von Klein und Leffler (1981) als „Price Premium“ bezeichnet) der in den zukünftigen Perioden erzielt werden kann, die

Gewinnerwartung aus betrügerischen Verhalten übersteigt. Dieses Verhalten trifft zum Beispiel auch auf die Erwartungen die ein Konsument beim Erwerb von Markenartikel setzt zu.

Andere Untersuchungen, wie jene von Karpoff (1993) beschäftigen sich mit der Auswirkung von reputationsschädigendem Verhalten von Marktteilnehmern und kommen zu dem eindeutigen Schluss, dass die Folgen aus solchem Verhalten eine stark disziplinierende Wirkung auf die Verhaltensweise von Unternehmen haben. Die Konsequenzen aus dem Verlust des Reputational Capital sind ungleich höher, als mögliche Strafzahlungen und Gerichtskosten.¹³

Die Auswirkung der Reputation einzelner Manager auf deren zukünftigen Arbeitsgeber ist ebenfalls Gegenstand zahlreicher Untersuchungen. So argumentieren Fama und Jensen (1983), dass externe Direktoren das Ziel haben, sich einen Ruf als Experten bei Entscheidungsfindungen aufzubauen. Sie verwenden ihre Position um dem Markt zu signalisieren, dass sie Experten sind und auch als Outsider mit dem Board of Directors zusammenarbeiten können.

Diese Manager antizipieren laut Fama (1980) also, dass ihre aktuellen Entscheidungen ihren Ruf und somit auch ihre zukünftigen Honorare beeinflussen. Die negativen Auswirkungen von schlechten Entscheidungen auf die Reputation von externen Direktoren umfassen nach Harford (2003) etwa den Verlust ihres Sitzes in der aktuellen Unternehmung und die Reduktion anderer Engagements nach einer Übernahme oder einer schlechten Performance des Unternehmens (Yermack, 2004). Nach einer Untersuchung von Fich (2005) erhalten Direktoren von gut geführten Firmen im Gegensatz dazu weitere Positionen als externe Direktoren bei anderen Unternehmen angeboten.

Wie diese Beispiele zeigen, besteht für den Agenten ein hoher Anreiz, seine Reputation möglichst zu erhalten, da nur mit bestehender Reputation zukünftige

¹³ Karpoff und Lott (1993) untersuchten auch die Auswirkungen der Art des Betruges auf den Umfang des Verlustes an Reputational Capital und kamen zu der Erkenntnis, daß Betrug an den Stakeholdern, an staatlichen Einrichtungen und Investoren besonderen Vertrauensverlust nach sich zieht, während die bloße Verletzung von Regulationen kaum eine Bestrafung im Sinn von Verlust an Reputational Capital nach sich zieht.

Erträge erzielt werden können. Beachtenswert ist es, dass wie in den bisherigen Beispielen gezeigt, Reputation auch dann leidet, wenn nicht vorsätzlich zu Ungunsten des Agenten gehandelt wurde.

Eine weitere spannende Frage ist die Auswirkung von Betrug auf die Reputation. Diese Fragestellung haben etwa Fich und Shivdasani (2007) untersucht. So kommen sie zu der Erkenntnis, dass Betrug durch eine Firma in dessen Board der externe Direktor sitzt, gravierende Folgen für dessen weitere Karriere hat. Es gibt zwar keine wesentlichen Konsequenzen für seine Position bei der betreffenden Firma (so sind drei Jahren nach dem Betrug noch immer 83% der Direktoren im Amt, dies entspricht in etwa dem Durchschnitt), jedoch verlieren diese Direktoren innerhalb von drei Jahren mehr als die Hälfte aller anderen Direktoriumssitze die sie zum Zeitpunkt des Betruges inne hatten. Dies wird insbesondere damit begründet, dass ein Gerichtsverfahren wegen Betrugs die Reputation des Direktors so sehr nachhaltig schädigt, dass dies auch die Reputation, und damit den Wert, der anderen Unternehmen in dessen Board dieser Direktor sitzt wesentlich reduziert.

Es kann somit festgestellt werden, dass der Wunsch den Wert der eigenen Reputation zu erhalten aus Sicht der Agency Theorie sowohl Adverse Selection entgegenwirkt, da der Principal nun ex ante Information über die bisherigen Leistungen des Agenten hat, als auch das Risiko von Moral Hazard verringert wird, da die durch den Agenten für sich zu optimierende Nutzengleichung nun um eine weitere Variable, nämlich seine Reputation, ergänzt wird.

Geht man nun wieder zurück zur Theorie von Booth und Smith (1986), so kann festgestellt werden, dass der Agent der die Rolle des Monitors inne hat seine Reputation einsetzt, um einem Principal die Vertrauenswürdigkeit des zu überwachenden Agenten zu signalisieren. Der Principal wiederum vertraut auf Grund früherer Erfahrungen darauf, dass das Urteil des Monitors objektiv ist, da dieser wie von Booth und Smith gezeigt, einen starken Anreiz hat seine Reputation zu wahren.¹⁴ Im Modell von Diamond (1984) entspricht diese Garantie der

¹⁴ Es gibt auch andere Anreizsysteme die eine möglichst wahrheitsgemäße Darstellung der Fakten garantieren sollen. So kann die Ratingagentur etwa Garantien für Zahlungen bei einer

Diamond-Bank, welche die Rückzahlungen der Einlagen unabhängig vom Anlageertrag der Bank verspricht. Denn falls der Principal davon ausgehen muss, dass der Monitorer immer die Position des zu überwachenden Agenten bestätigt, so würde die Meinung des Monitorers keinen Wert besitzen (DeAngelo, 1981, S. 114). Dies bedeutet gleichzeitig auch den Wegfall des Nutzens des Auftraggebers für das Rating zu bezahlen, und somit das Ende der Geschäftsbeziehung.

Ein Beispiel hierzu sind Untersuchungen, welche belegen, dass Investoren bereit sind, einen Aufschlag im Rahmen einer Neuemission zu bezahlen, wenn das emittierende Unternehmen durch einen anerkannten Auditor überprüft wird um die Möglichkeit einer Adverse Selection zu vermindern (Beatty, 1989). Dass die Hinzunahme eines Auditors mit einer guten Reputation die Unsicherheit über die Qualität des Investments verringert, finden auch Balvers, McDonald und Miller (1988, S. 620), sowie Autore, Billingsley und Schneller (2009) in einer Studie über den Zusammenhang zwischen der Reputation des Auditors und der Unsicherheit über die Aussagekraft der Bilanzen von geprüften Unternehmen.

In einer anderen Untersuchung wurde die Abhängigkeit der Kosten eines IPO von der Reputation des Auditors betrachtet. Hintergrund dieser Untersuchung ist, dass für den Fall einer Bestätigung durch einen anerkannten Auditor das Risiko für die das IPO durchführende Investmentbank einen falschen Preis anzusetzen (und somit ihre eigene Reputation zu riskieren) reduziert wird. Die Korrelation zwischen einer fehlerhaften Preisgestaltung und dem Verlust der Reputation (ausgedrückt als Reduktion des Aktienpreises) prüfen etwa Fields und Fraser (2004) nach. Eine Reduktion dieses Risikos müsste sich dann wiederum in den, dem emittierenden Unternehmen weiterverrechneten, Kosten Niederschlag finden. Während etwa Menon und Williams (1991) einen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen der Reputation des Auditors und dem durch die Investmentbanken verlangten Fee für das IPO finden, so konnte Tomczyk (1996) in seiner (mit einem

Underperformance abgeben, um das Risiko des Investors teilweise mitzutragen und so zu signalisieren, daß kein opportunistisches Verhalten vorliegt. Insbesondere, wenn der Agent über keine ausreichende Reputation verfügt, kann diese Vorgehensweise vorteilhaft sein (Ng & Smith, 1996). Nachdem das Hauptaugenmerk dieser Arbeit auf der speziellen Rolle von Ratingagenturen liegt, und diese normalerweise nicht für ihre Ratings mit monetären Mittel garantieren wird dieser Aspekt in der weiteren Betrachtung nicht berücksichtigt.

deutlich kleineren Sample) durchgeführten Untersuchung dies nicht empirisch nachweisen. Er findet jedoch Anzeichen dafür, dass diese Tendenz vorhanden sein könnte. So ist die durchschnittliche Fee an emittierende Unternehmen mit einem der „big six“ Auditoren¹⁵ um 2,5% Punkte unter jener von Unternehmen die auf andere, unbekanntere Auditoren zurückgreifen. Gleichzeitig wird der durch den Auditor verlangte Preis für eine Bestätigung höher, je besser seine Reputation ist (Menon & Williams, 1991, S. 317) oder (Boot, Greenbaum, & Thrakor, 1993, S. 1178).

6.3. Reputational Capital und Ratingagenturen

Legt man die Sichtweise des Reputational Capital auf die Rolle der CRA in einer ABS Struktur um, so wird argumentiert, dass die Ratingagenturen aus Angst vor Reputationsverlust hochwertige Ratings abgeben. Nachdem der zukünftig erzielbare Profit direkt mit Ihrem guten Ruf korreliert, sind sie hoch motiviert, effiziente und akkurate Ratings zu vergeben (Schwarcz, 2002).

Eine Besonderheit in der Funktionsweise von Ratingagenturen in einer ABS Struktur ist, dass zwischen Investoren und CRAs kein rechtlich durchsetzbarer Vertrag geschlossen wird und somit in der Regel auch keine rechtlichen Schritte gegen eine Fehleinschätzung getätigt werden können. Auch in einer solchen Konstellation soll nach Klein und Leffler (1981) jedoch die Angst der Ratingagenturen vor Reputationsverlust und somit eines Verlustes zukünftiger Erträge, richtige Ratings garantieren. Boot, Greenbaum und Thrakor (1993) zeigen, dass es sogar vorteilhaft sein kann, keine rechtlich durchsetzbaren Verträge, sondern nur ein „moralisches Kommitment“ zu haben.

Stolper (2009) argumentiert, dass es, vorausgesetzt, es gibt keine betrügerischen Absprachen zwischen den Ratingagenturen, sehr wohl einen Zustand geben kann, bei dem kein Anreiz für Ratingagenturen besteht falsche Ratings abzugeben. Insbesondere der Marktregulator kann Anreize dazu setzen (wie etwa die Begrenzung der am Markt teilnehmenden Unternehmen), dass korrektes Ratingverhalten positiv belohnt wird. Befinden sich die Ratingagenturen in einem

¹⁵ Mittlerweile nur noch „Big Four“

solchen oligopolistischen Markt, so ist es ihnen möglich Oligopol-Renten zu verdienen. In der mikroökonomischen Lehre, wie etwa bei Nicholson (2005) nachzulesen ist, besteht in einem Markt mit perfektem Wettbewerb auf der Seite der Nachfrage und nur wenigen Anbieter die Möglichkeit für die bestehenden Anbieter einen höheren Ertrag zu erzielen, als die in einem Markt mit perfektem Wettbewerb auf Seiten der Anbieter möglich wäre. Hierbei spielen Markteintrittsbarrieren, wie sie etwa von den Marktregulatoren errichtet werden können, jedoch eine große Rolle. Fehlen Markteintrittsbarrieren, so können langfristig auch auf Märkten mit nur wenigen Anbietern auf der Angebotsseite keine höheren Erträge erzielt werden.

6.4. Zusammenfassung

In diesem Abschnitt wurde gezeigt, dass die Angst vor Reputationsverlust opportunistischem Verhalten entgegenwirken kann. Wie durch viele Untersuchungen belegt, gibt es hierfür wesentliche Indizien. Wird diese Fragestellung nun mit der Rolle von Ratingagenturen beim Rating von ABS Strukturen in Verbindung gebracht, so kann festgehalten werden, dass auch in diesem Fall ein hoher Anreiz besteht, die erworbene Reputation durch wahrheitsgemäßes raten zu erhalten. Das bestehende Spannungsfeld in dem sich Ratingagenturen also bewegen besteht nun zwischen der Sicherung zukünftiger Erträge entweder durch den Erhalt von Reputational Capital auf der einen Seite oder durch den Anreiz der Vergabe von möglichst guten Ratings, um auf diese Weise die Auftraggeber zukünftig zur Vergabe von weiteren Aufträgen zu bewegen. Im letzten Abschnitt der Arbeit soll nun versucht werden, eine Antwort auf die Frage, ob Ratingagenturen opportunistisch gehandelt haben, zu finden. Als Grundlage hierfür dienen zum einen Untersuchungen der SEC über die Verhaltensweise von Ratingagenturen in Hinblick auf ABS Strukturen in den letzten Jahren und zum anderen die Analyse von kürzlich erfolgten Ratingänderungen bei Moody's und Fitch Ratings, welche Rückschlüsse auf die Qualität der abgegebenen Ratings zulassen.

7. Haben Ratingagenturen opportunistisch gehandelt?

Die zentrale Frage dieses Abschnittes ist, ob Ratingagenturen bei der Bewertung von ABS Strukturen bewusst falsche Ratingmodelle in Kauf genommen haben, um gute Ratings vergeben zu können. Um diese Frage beantworten zu können soll zunächst ein Überblick über die in den letzten Jahren von Moody's und Fitch erfolgten Ratingänderungen bei der Bewertungen von strukturierten Produkten gegeben werden.

7.1. Ratingänderungen in 2008¹⁶

Betrachtet man die Ratingänderungen der verschiedenen Agenturen der Jahre 2007 und 2008 im Vergleich zu früheren Jahren, so wird offensichtlich, dass die Anzahl der Ratingänderungen stark gestiegen ist. Wie Abbildung 5 zeigt hat die Anzahl der herabgestuften Transaktionen bei Fitch Ratings im Jahr 2007 erstmalig jene der hinauf gestuften überstiegen. Im Jahr 2008 hat sich dieser Trend noch einmal wesentlich verstärkt.

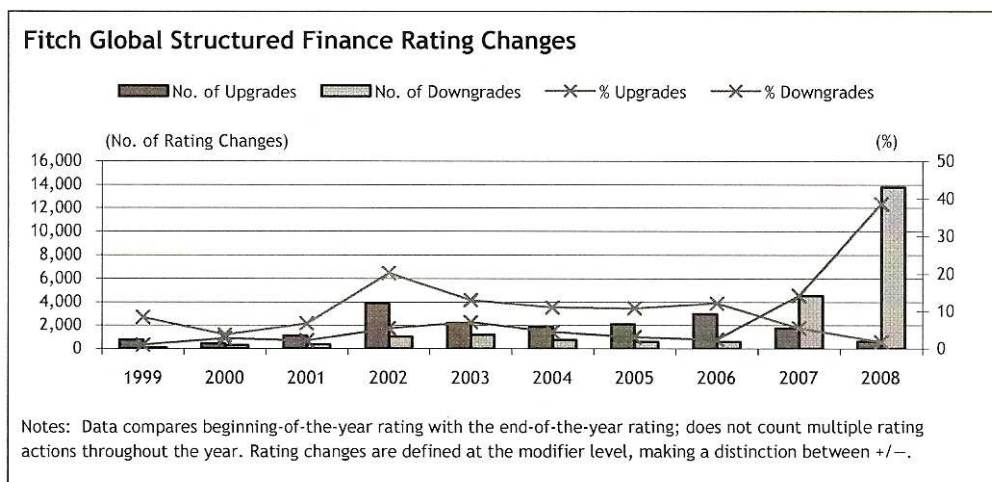


Abbildung 5: Fitch Global Structured Finance Rating Changes, (Fitch Ratings, 2009)

Dach Daten von Fitch (2009) wurden 39% der von Fitch gerateten strukturierten Finanzierungen im Laufe des Jahres 2008 herabgestuft, während weniger als 2% der gerateten Strukturen als besser als im Vorjahr eingestuft wurden (minus 64% im Vergleich zu 2007).

¹⁶ Das wesentliche Zahlenmaterial hierzu findet sich im Anhang zu dieser Arbeit, die vollständigen Daten finden sich in den referenzierten Berichten.

Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass 12,79 % der Transaktionen die das Jahr 2008 mit einem AAA begonnen haben herabgestuft wurden. 5,16% konnten das Jahr immerhin noch als Investment Grade beenden (dies ist der Fall für Ratings der Qualität AAA, AA, A, BBB, siehe hierzu auch Anhang II), 7,62% wurden jedoch weiter herabgestuft. Betrachtet man den Durchschnitt aller gerateten Transaktionen von 1991 – 2008, so wurden pro Jahr durchschnittlich nur 3 % der AAA Transaktionen herabgestuft, wobei 1,26% unter Investment Grade eingereiht worden sind. Das bedeutet also, dass im Jahr 2008 mehr als vier mal so viele Transaktionen herabgestuft wurden, als im Vergleich zum Durchschnitt der Vorjahre.

Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man die Upgradings und Downgradings von Moody's in 2008 betrachtet: Nach Daten von Moody's (2009) stehen 137 Upgradings 1.632 Downgradings bei ABS Transaktionen gegenüber. Im Bereich ABS¹⁷ verschlechterte sich das Verhältnis zwischen Upgrades und Downgrades von unter 1 (das heißt es wurden mehr Transaktionen hinauf- als herabgestuft) in den Jahren 2005 und 2006 auf 15 in 2007 und 59 in 2008. Das bedeutet für jede upgegradete Transaktion wurden 59 heruntergestuft (Moody's Investors Service, 2009a). Betrachtet man die Veränderung ebendieses Verhältnisses zwischen Upgrades und Downgrades in dem Bereich der Residential Mortgage Backed Securities (RMBS), so wird die Entwicklung noch eindeutiger: Ebenfalls nach Daten von Moody's (2009b) betrug diese in den Jahren 1991 bis 2006 ebenfalls immer unter 1, im Jahr 2007 dann schon 6,91 und im Jahr 2008 wurden schließlich für jede upgegradete Tranche 423 downgegradet.

Die genannten Zahlen deuten stark darauf hin, dass die Ratingagenturen sich veranlasst gesehen haben, ihre eigenen Ratings deutlich zu korrigieren. Dies ist ein starkes Indiz dafür, dass die in den letzten Jahren vergebenen Ratings nicht hinreichend korrekt waren, beziehungsweise der Ratingprozess insgesamt fehlerhaft war. Hierfür kann es wie gezeigt mehrere Erklärungen geben. Eine Möglichkeit ist, dass es sich um in Abschnitt 4.2 beschriebene unbeabsichtigte Fehler handelt. Diese können nach Ashcraft und Schuermann (2008) trotz guter

¹⁷ Inkludiert: alle in US Dollar mit einem Moody's long term Rating versehenen Transaktionen, ohne ABCP, CDO, CMBS sowie erstmalige RMBS (first lien residential mortgages).

Absichten auf Grund eines nicht ausreichend guten Ratingsystems oder auf Grund der zu hohen Komplexität der zu ratenden Struktur entstehen. Die Tatsache, dass eine so hohe Zahl an gerateten Strukturen herabgestuft werden musste, könnte ein Zeichen für das Vorliegen von unbeabsichtigten Fehlern sein. Jedoch wurde in Abschnitt 5.1 gezeigt, dass es durchaus starke Anreize für Ratingagenturen gegeben hat, die zu opportunistischem Verhalten führen können. Nachfolgend wird gezeigt, dass es sehr starke Indizien gibt, die dafür sprechen, dass sehr wohl beabsichtigt Fehler im Rating von ABS Strukturen begangen worden sind.

7.2. Untersuchungsergebnisse der SEC

Auf Grund der oben gezeigten Tatsache, dass im Zuge der Finanzkrise die Kreditausfälle stark angestiegen sind und gleichzeitig die Anzahl der Downgradings von strukturierten Produkten ebenso in die Höhe schnellten, führte die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC Untersuchungen bei den drei großen Ratingagenturen durch. In deren Verlauf wurden grobe Mängel festgestellt. Nachfolgend werden die wichtigsten Erkenntnisse der SEC (2008a) zusammengefasst.

Fehlende Ressourcen

Es gibt starke Hinweise dafür, dass bei zwei der drei untersuchten Ratingagenturen ihre Mitarbeiteranzahl weder an die zwischen 2002 und 2007 steigende Anzahl an Ratingvorgänge, noch an deren steigende Komplexität angepasst wurde und diese Problematik selbst den Analysten der Ratingagenturen bewusst war. In zahlreichen Korrespondenzen innerhalb der Ratingagenturen als auch mit externen Beratern wird dieser Umstand deutlich.¹⁸ Sofern diese Indizien zutreffend sind, ist es offensichtlich, dass in einem solchen Fall, der Nutzen für eine Ratingagentur zur Verminderung des Risikos der Investoren wegfällt.

Spannt man hier den Bogen zurück zu dem Modell von Diamond (1984), so würde dies bedeuten, dass der Investor die Kontrollkosten K durch die Auslagerung des

¹⁸ Als Grund strenger Zeitvorgaben wird etwa angeführt, dass wesentlich wesentliche Teile von Strukturen nicht in das Rating mit eingeflossen sind da es einen deutlichen Mangel an qualifizierten Mitarbeitern gab.

Monitorings an den Finanzintermediär zwar aufwenden muss, jedoch der Erwartungswert der Investition nicht höher wird. In einer solchen Situation, nämlich dann, wenn der Investor damit rechnen muss, dass gilt $z > (z - K)$, würde sich der Investor nicht für die Durchführung der Kontrolle entscheiden.

Fehlende Transparenz und unklare Ratingmethoden

Während die ebenfalls kritisierte fehlende Transparenz über die Vorgangsweise bei Ratings nicht zwangsläufig negativen Einfluss auf deren Qualität hat und durchaus als Nebensächlichkeit betrachtet werden kann, so ist ein weiterer von der SEC (2008a) angeführter Punkt immens bedeutend: Es handelt sich hierbei um die bei manchen Ratingagenturen erfolgten, nicht rational erklärbaren (bzw. zumindest nicht dokumentierten und nachvollziehbaren) „out of model adjustments“. Bei diesen Adaptionen handelt es sich insbesondere um die Reduktion von aus den gerateten Strukturen erwarteten Verlusten. In vielen Fällen, wurden die mit Hilfe der ursprünglichen Modelle errechneten zu erwarteten Ausfälle durch das Rating-Komitee einfach durch geringere ersetzt. Dies ohne dass diese Änderung begründet oder entsprechend dokumentiert oder im Zuge der Bekanntgabe des Ratings veröffentlicht wurde.

Eine solche Vorgehensweise hat, ebenso wie der beschriebene absichtliche Verzicht auf Bereitstellung ausreichender Ressourcen, direkte Auswirkungen auf den Nutzen des Ratings für den Investor. Nach Wildmoser (2009) entwickelt sich auch aus diesem Grund immer stärker die Rechtsmeinung, dass Ratingagenturen, auch wenn sie nur eine Meinung veröffentlichen, sehr wohl für durch fahrlässiges Verhalten angerichteten Schaden haftbar zu machen sind.

Interessenskonflikte

Nachfolgende wesentliche Interessenskonflikte wurden von der SEC (2008a) als einen deutlich negativen Einfluss habend identifiziert:

„Issuer Pays“ Konflikt

Wie schon in Abschnitt 5.1 beschrieben, kann dieses System der Entlohnung von Ratingagenturen hohes Konfliktpotential bergen. Insbesondere ist diese Art der

Entlohnung auch nicht im Modell von Diamond (1984) enthalten gewesen. In dessen Modell besteht der Ertrag für den Finanzintermediär wie in Kapitel 3.2 gezeigt darin, dass er den Investoren einen fixen Ertrag zusagt und danach durch effizientes Monitoring seinen eigenen Gewinn erhöhen kann, ohne die Investoren zu schädigen.

Im „Issuer Pays“ Modell zeigt sich das Spannungsfeld für die Ratingagenturen am deutlichsten. Auf der einen Seite soll ein objektives Rating erfolgen, während auf der anderen Seite die zukünftig zu erwarteten Erträge von guten Ratings abhängen. Ein wichtiger Bestandteil der Organisation von Ratingagenturen ist daher die strikte Trennung zwischen jenen Mitarbeitern, welche die Fees für Ratings festlegen und jenen welche die Ratings anschließend durchführen. Ist eine solche Trennung nicht eingerichtet oder konsequent durchgeführt, steigt die Gefahr eines massiven Interessenskonfliktes. Diese oft fehlende Trennung ist ein Hinweis darauf, dass Ratingagenturen wissentlich falsche Ratings vergeben haben.

Die SEC hat zu diesem Punkt folgende Sachverhalte festgestellt:

- a. Trotz entsprechender Richtlinien fand keine strikte Trennung zwischen Verkauf und Analysten statt. So ist es vorgekommen, dass Senior-Analysten an den Verhandlungen über Ratingfees teilnahmen oder die direkten Vorgesetzten von Analysten mit den Originatoren von ABS Strukturen über die Fees verhandelten.
- b. Auch in Fällen, in denen es keine direkte Einbeziehung der Analysten in die Verhandlungen um die Ratingfees gab, wussten die Analysten um die Höhe der Fees Bescheid. Auch gab es keine Vorkehrungen, um diese Situation zu verhindern.

Einfluss des Ratings auf den Marktanteil von Ratingagenturen

Ein weiterer Hinweis darauf, dass es innerhalb von Ratingagenturen zu großen Interessenskonflikten gekommen ist, gibt der Umstand, dass die Auswirkungen gewisser Ratings auf den eigenen Marktanteil beziehungsweise das künftige Geschäft der Ratingagentur haben, unter den Mitarbeitern diskutiert wurden. Die SEC (2008a) konnte Fälle dokumentieren, in denen Ratingkriterien aus Angst vor

Geschäftsverlust nicht angepasst wurden obwohl dies objektiv notwendig gewesen wäre, beziehungsweise die Reaktion auf verlorene Geschäfte die Nivellierung der Ratingkriterien nach unten auf das Level der andere Ratingagenturen war. Dies bei vollem Bewusstsein über die Fehlerhaftigkeit dieses Handelns.

Hohe Konzentration der Auftraggeber

Einen besonders großen Einfluss auf die mögliche Entscheidung von Ratingagenturen bewusst falsche Ratings zu vergeben hat der Umstand, dass es eine hohe Konzentration an Auftraggebern im Bereich der strukturierten Finanzierungen gibt. Zum einen gibt es eine begrenzte Anzahl an Arrangeuren, welche im Zuge des Designs der ABS Struktur in der Regel auch die CRA auswählen, und zum anderen hat die SEC (2008a) gezeigt, dass bei 642 untersuchten ABS Transaktionen nur 12 Arrangeure für 80 % des gerateten Transaktionsvolumens verantwortlich waren. Dieser Umstand vervielfältigt den Druck auf Ratingagenturen, gute Ratings zu vergeben.

7.3. Zusammenfassung und abschließende Analyse

Wie in diesem Abschnitt gezeigt wurde hat es auf Seiten der Ratingagenturen deutliche Verfehlungen bei der Erstellung von Ratings in Zusammenhang mit ABS Transaktionen gegeben. Die gezeigte Häufung von Ratingänderungen in den letzten Jahren ist demnach nicht nur auf den externen Schock der Finanzkrise zurückzuführen, sondern eindeutig auch ein Resultat der internen Verfehlungen von Ratingagenturen, gesetzliche Regelungen einzuhalten und den eigenen Standards Folge zu leisten. Wie durch die Untersuchung der SEC gezeigt, war die Vergabe von Ratings in einer Vielzahl von Fällen nicht durch in der Struktur begründete Risiken, sondern mit der Geschäftspolitik der CRAs in Zusammenhang stehenden Ziele verbunden. So wurden nicht nur durch organisatorische Versäumnisse zu wenige Ressourcen zur Verfügung gestellt um die Anzahl an Ratings korrekt zu verarbeiten, sondern es wurde gleichzeitig den Investoren kein Hinweise auf diesen Umstand gegeben. Wäre dies erfolgt, so hätte jeder Investor für sich selbst die Entscheidung treffen können, entweder dem Rating des externen Monitorers als Basis für die Investitionsentscheidung zu vertrauen, oder aber eine eigene Risikoeinschätzung der Transaktion zu machen.

Schlussbetrachtung

In der vorliegenden Arbeit wurde gezeigt, dass Ratingagenturen bei der Vergabe von Ratings für durch ABS Transaktionen begebene Wertpapiere sehr wohl bewusst falsche Ratings in Kauf genommen haben. Das Spannungsfeld zwischen Investoren und Originatoren in ABS Strukturen hat die theoretischen Annahmen der Principal Agency Theorie bestätigt.

Nachdem die Grundproblematik der Agency-Theorie aufgezeigt wurde, wurde unter Verwendung des Modells von Diamond (1984) versucht, Gründe ersichtlich zu machen, welche theoretisch für eine Auslagerung des Monitorings in einer ABS Struktur sprechen können. Wie dargestellt handelt es sich hierbei insbesondere um die Vorteile für den Investor die eigenen Kosten für das Monitoring des Agenten zu senken, in dem diese Aufgabe einer dritten Partei übertragen wird. Im Modell von Diamond (1984) wird diese dritte Partei wiederum idealerweise durch das Eingehen eines Schuldvertrages zwischen ihr und dem Investor zu ehrlichem Verhalten veranlasst. Im Falle des Monitorings von ABS Strukturen fällt diese Möglichkeit der Steuerung jedoch weg, da die Entlohnung hier durch den Originator erfolgt.

Die Vermeidung von opportunistischem Verhalten des Agenten kann auf Grund der fehlenden vertraglichen Bindung und Sanktionsmöglichkeiten nun ausschließlich über nicht monetäre Steuerungsinstrumente erfolgen. In der Literatur findet sich bei Vorlage solcher Konstellationen mit der Reputation, im Sinne der Theorie des Reputational Capital, eine ausgleichende Kraft. Die Aussage dieser Theorie ist im wesentlichen, dass der Monitorer auf Grund des mit dem Verlust seiner Reputation als ehrlicher Marktteilnehmer einher gehenden Verlustes zukünftiger Erträge angehalten wird, ehrlich zu handeln.

Ist jedoch der Anreiz größer durch opportunistisches Verhalten einen höheren Ertrag zu erzielen, als der zukünftige entgangene Verlust durch Reputationsverlust erwarten lässt, so wird der Monitorer sich opportunistisch verhalten. Dass dies beim Rating von ABS Strukturen der Fall war, konnte im letzten Kapitel der Arbeit sehr deutlich gezeigt werden. Insbesondere muss in diesem Zusammenhang auch das Umfeld in dem sich Ratingagenturen bewegen mit betrachtet werden. Auf

Grund der regulatorischen Vorgaben und des zu geringen Wettbewerbs, haben Investoren, selbst bei vollständigem Verlust der Reputation aller Ratingagenturen, keine Alternative zu diesen Ratings, da diese aus einer Vielzahl von Gründen notwendig sind.

Zukünftig müssen Wege gefunden werden, um verlässlichere Ratings zu erzielen. Eine Möglichkeit besteht durch ein höheres Maß an Regulierung und stärkere Kontrollen von Ratingagenturen. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, die Haftung von Ratingagenturen für falsche Ratings durch entsprechende gesetzliche Regelungen zu erhöhen und dadurch bessere Ratings zu erreichen.

Ein konträrer Lösungsansatz ist, mit weniger Regulierung und durch stärkeren Wettbewerb zukünftig eine höhere Transparenz zu erzielen. Welcher Ansatz erfolgversprechender ist, muss in eigenen Untersuchungen betrachtet werden.

Literaturverzeichnis

Akerlof, G. (1970). The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* , 3, pp. 488-500.

Ashcraft, A., & Schuermann, T. (2008, März). Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit. *Federal reserve Bank of New York - Staff reports* .

Autore, D., Billingsley, R., & Schneller, M. (2009). Information uncertainty and auditor reputation. *Journal of Banking & Finance* , pp. 183-192.

Balvers, R., McDonald, B., & Miller, R. (1988). Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation. *The Accounting review* , 4, pp. 605-622.

Bank for International Settlements. (1992). Asset Transfers and Securitisation.

Bär, H. (1997). *Asset Securitisation*. Zürich.

Basel Committee on Banking Supervision. (2001). *Asset Securitisation*. Bank for International Settlements.

Beatty, R. (1989). Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings. *The Accounting Review* , 4, pp. 693-709.

Bertl, A. (2004). *Verbriefung von Forderungen*. Wiesbaden.

Bolton, P., Freixas, X., & Shapiro, J. (2009). *The Credit Ratings Game. Working Paper*. Columbia Business School and Universitat Pompeu Fabra.

Boot, A., Greenbaum, S., & Thrakor, A. (1993). Reputation and Discretion in Financial Contracting. *The American Economic review* , 5, pp. 1165-1183.

Booth, J., & Smith, R. (1986). CAPITAL RAISING, UNDERWRITING AND THE CERTIFICATION HYPOTHESIS. *Journal of Financial Economics* , 1-2, pp. 261-281.

Bühner, R. (2004). *Betriebswirtschaftliche Organisationslehre*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. (1997, März 19). Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset Backed Securities Transaktionen. Berlin.

Büschgen, H. (1998). *Bankbetriebslehre*. Wiesbaden: Gabler.

Davis, S. (2001). *Securitisation - Verbriefung von Bankforderungen*. Stuttgart: Dt. Sparkassen Verlag.

DeAngelo, L. (1981). Auditor Independence, 'Low Balling', and Disclosure Regulation. *Journal of Accounting and Economics* , pp. 113-127.

Deloitte & Touche, G. (2008). *Asset Securitisation in Deutschland*. Düsseldorf: Deloitte & Touch GmbH.

Diamond, D. (1984, 07). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies* , 3, pp. 393-414.

Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review* , pp. 650-660.

Engel, K., & McCoy, P. (2007, März 19). Turning a blind eye: Wall street finance of predatory lending. *Fordham Law Review* , pp. 101 - 165.

Fama, E. (1980). Agency Problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economics* , pp. 288-303.

Fama, E., & Jensen, M. (1983). The Separation of Ownership and control. *Journal of Law and Economics* .

Fich, E. (2005). Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms. *Journal of Business* , 5, pp. 1943-1971.

Fich, E., & Shivdasani, A. (2007). Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth. *Journal of financial Economics* , pp. 306-336.

Fields, L., & Frase, D. (2004). Effects of IPO mispricing on the risk and reputational capital of commercial banks. *Review of Financial Economics* , pp. 65-77.

Fitch Ratings. (2007). *Criteria for rating U.S. ABS Seller/Serviceers*. www.fitchratings.com: Fitch Ratings.

Fitch Ratings. (2008). *Fitch Ratings 1991-2007 Global Structured Finance Transition and Default Study*. www.fitch.com: Fitch Ratings.

Fitch Ratings. (2009). *Fitch Ratings Global Structured Finance 2008 Transition and Default Study*. www.fitchratings.com.

Grünauer, A. (2002). *Asset-Backed Securities*. Wien: Universität Wien.

Harford, J. (2003). Takeover bids and target directors' incentives: The impact of a bid on directors' wealth and board seats. *Journal of Financial Economics* , 1, pp. 51-83.

Heizenberger, J. (2005). *Asset Securitisation*. Wien: Universität Wien.

Hirschman, A. (1964, 09). The Paternity of an Index. *American Economic Review* , 54 (5), p. 761.

Hosp, P. (2010). Problems and Reforms in Mortgage Backed Securities: Handicapping the credit rating agencies. *Mississippi Law Journal* , 3.

Hunt, J. (2009). Credit Rating Agencies and the "worldwide credit crisis": The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. *Columbia Business Law Review* .

Institut der Wirtschaftsprüfer. (2002, 10 01). IDW-RS-HFA 8 - IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Zweifelsfragen der Bilanzierung von asset-backed-securities-Gestaltungen und ähnlichen Transaktionen.

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , V. 3 (No. 4).

Karpoff, J. L. (1993). The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud. *Journal of Law and Economics* , 2, pp. 757-802.

Kendall, L. (1996). *A primer on securitisation*. Cambridge, Massachusetts, USA: The MIT Press.

Keys, B., Mukherjee, T., Seru, A., & Vig, V. (2008). Did Securitisation lead to lax Screening? Evidence from Subprime loans.

Klein, B., & Leffler, K. (1981). The role of Market Forces in Assuring Contractual Performance. *Journal of Political Economy* , 4, pp. 615-641.

Levin, D. (1990, 12). Horizontal Mergers: The 50-Percent Benchmark. (A. E. Association, Ed.) *American Economic Association* , 5, pp. 1238-1245.

MappingV. (2007). *Mappingverordnung, BGBl II 2007/254*. Wien: Bundesgesetzblatt für die Republik Österreich.

Menon, K., & Williams, D. (1991). Auditor Credability and Initial Public Offerings. *The Accounting Review* , 2, pp. 313-332.

Moody's Investors Service. (2009). *2008 Year in Review: ABS Surveillance*. Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service. (2008c). *Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2007*. www.moody.com: Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service. (2008a). *Moody's Approach to Rating US Residential Mortgage-Backed Securities*. www.moody.com: Moody's Investor Service.

Moody's Investors Service. (2008b). *Moody's Criteria for Evaluating Independent Third-Party Loan Level Reviews for U.S. Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)*. www.moody.com: Moody's Investor Service.

Moody's Investors Service. (2008c). *Moody's Enhanced Approach to Originator Assessments for U.S. residential Mortgage Backed Securities (RMBS)*. www.moody.com: Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service. (2009a). *Rating Changes in the U.S. Asset-Backed Securities Market: 2008 Fourth Quarter Update*. Moody's Investors Service.

Moody's Investors Service. (2009b). *Rating Changes in the U.S. Residential Mortgage Backed Securities Market: 2008 Fourth Quartes Updat*.

Morgan, D. (2007, Jänner). Defining and Detecting Predatory Lending. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* .

Morr, M., Schneider, N., Bräutigam, A., & Hippeli, P. (2005). *Zukünftige strategische Optionen im Kreditgeschäft am Beispiel von Asset-Backed Securities*. Aachen: Shaker Verlag.

Ng, C., & Smith, R. (1996). Determinants of Contract Choice: The Use of Warrants to Compensate Underwriters of Seasoned Equity Issues. *The Journal of Finance* , 1, pp. 363-380.

Nicholson, W. (2005). *Microeconomic Theory*. South-Western.

Partnoy, F. (2006). How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. *Legal Studies Research Paper Series (Research Paper No. 07-46)* . San Diego: University of San Diego.

Partnoy, F. (1999). The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit rating Agencies. *Washington University Law Quarterly* , 3.

Perridon, L., & Steiner, M. (2002). *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. München: Vahlen.

Riegler, V. (2004). *Asset Backed Securities*. Wien: Springer Verlag.

Schatzer, A. (2004). *Bilanzierung von Asset-Backed Securities-Transaktionen nach HGB, IAS, IFRS und US-GAAP*. Wien: Wirtschaftsuniversität Wien.

Schwarcz, S. (2002). Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox. *University of Illinois Law Review* , 2 (February 2002).

SolvaV. (2006). 374. *Verordnung: Solvabilitätsverordnung*. Wien: Bundesgesetzblatt für die Republik Österreich.

Spremann, K. (1988). Reputation, Garantie, Information. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* , 5/6, pp. 613-629.

Stolper, A. (2009). Regulation of credit agencies. *Journal of Banking & Finance* , pp. 1266-1273.

Telser, L. (1980). A Theory of Self-enforcing Agreements. *The Journal of Business* , 1, pp. 27-44.

Tomczyk, S. (1996). Auditor Reputation and initial Public Offerings by Foreign Companies. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* , 2, pp. 249-262.

Tomlinson, R., & Evans, D. (2007). CDO Boom Masks Subprime Losses, Abetted by S&P, Moody's, Fitch. *Bloomberg News* .

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). (2008). *Annual report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

U.S. Securities and Exchange Commission. (2008a). *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's of Selected Rating Agencies*. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

Wernitznig, M. (2003). *ABCP Conduits: Risks, Mitigants And Their Proper Solution*. Wien: Universität Wien.

Westerkamp, A. (2001). *The Information-Economics of Corporate Bank Loan Securitisation*. Maastricht.

White, L. (1987). Antitrust and Merger Policy: A Review and Critique. (A. E. Association, Ed.) *American Economic Association* , 1 (2), pp. 13-22.

Wildmoser, G. (2009, Mai 04). Ratingagenturen haften für ihre Ratings. *Wirtschaftsblatt* , 11.

Williamson, O. (1988, Juli). Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance* , pp. 567-591.

Wolf, B., Hill, M., & Pfaue, M. (2003). *Strukturierte Finanzierungen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

Yermack, D. (2004). Remuneration, Retention, and Reputational Incentives for Outside Directors. *The Journal of Finance* , 5, pp. 2281-2308.

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ursachen und Konsequenzen von Informationsasymmetrien nach Wolf (2003)	23
Abbildung 2 - Seven key frictions in the securitization process, nach Ashcraft und Schuermann (2008)	31
Abbildung 3: Klassisches Agency Problematik, vergleiche Wolf (2003)	39
Abbildung 4: Erweiterte Agency Problematik einer ABS Struktur, vergleiche Wolf (2003)	39
Abbildung 5: Fitch Global Structured Finance Rating Changes, (Fitch Ratings, 2009)	56

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Value added through securitization, nach Kendall (1996)	14
Tabelle 2: Ratingübersicht, nach Hosp (2010)	74

Anhang

I. Daten von Fitch Ratings (2009)

Global Structured Finance One-Year Transition Matrix: 2008									
inkludiert asset backed, collateralized debts obligation, commercial mortgage-backed und residential mortgage-backed securities, in %									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC und schlechter	Gesamt
AAA	87,21	1,15	1,77	2,24	2,64	2,03	1,82	1,13	100,00
AA	1,85	63,67	6,64	4,25	4,35	4,28	6,09	8,87	100,00
A	0,25	1,42	58,02	9,32	5,42	4,07	6,52	14,98	100,00
BBB	0,04	0,10	0,87	52,86	10,40	5,62	5,92	24,18	100,00
BB	0,00	0,02	0,05	0,47	46,70	11,22	5,61	35,93	100,00
B	0,00	0,00	0,03	0,10	0,14	42,86	4,85	52,01	100,00
CCC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,21	34,09	65,71	100,00
Global Structured Finance Transition Matrix: 1991 - 2008									
inkludiert asset backed, collateralized debts obligation, commercial mortgage-backed und residential mortgage-backed securities, in %, jährlicher Durchschnitt									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC und schlechter	Gesamt
AAA	97,01	0,67	0,51	0,53	0,47	0,34	0,28	0,17	100,00
AA	9,11	83,49	2,11	1,08	0,89	0,79	1,01	1,53	100,00
A	2,63	6,24	81,11	3,65	1,50	1,05	1,14	2,69	100,00
BBB	0,70	1,88	4,62	79,20	4,51	2,63	1,48	4,98	100,00
BB	0,19	0,62	2,05	5,67	75,77	4,74	2,08	8,89	100,00
B	0,07	0,06	0,40	1,57	4,73	76,22	3,07	13,88	100,00
CCC	0,06	0,00	0,00	0,00	0,54	1,68	51,65	46,08	100,00
Global Asset Backed Securities One-Year Transition Matrix: 1991 - 2008									
inkludiert consumer und commercial asset backed securities, in %									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC und schlechter	Gesamt
AAA	98,49	0,90	0,45	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
AA	9,22	88,83	1,94	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
A	0,80	4,62	91,57	3,01	0,00	0,00	0,00	0,00	100,00
BBB	0,00	0,52	4,40	92,23	2,33	0,52	0,00	0,00	100,00
BB	0,00	0,00	0,85	7,63	82,20	7,63	0,00	1,69	100,00
B	0,00	0,00	0,00	0,00	2,33	81,40	9,30	6,98	100,00
CCC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	52,94	47,06	100,00
Global Asset Backed Securities Transition Matrix:									

2008									
inkludiert consumer und commercial asset backed securities, in %, jährlicher Durchschnitt									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC und schlechter	Gesamt
AAA	98,36	0,91	0,41	0,14	0,09	0,01	0,05	0,03	100,00
AA	6,50	88,10	3,33	1,24	0,37	0,08	0,04	0,33	100,00
A	1,03	3,30	91,53	2,37	0,75	0,39	0,13	0,49	100,00
BBB	0,23	0,23	2,69	91,08	2,24	1,50	0,69	1,35	100,00
BB	0,00	0,27	0,55	4,58	79,74	5,59	2,47	6,78	100,00
B	0,25	0,00	0,00	0,74	0,99	67,25	8,68	22,08	100,00
CCC	0,00	0,00	0,00	0,00	1,66	1,10	54,70	42,54	100,00
Global Residential Mortgage-Backed Securities One-Year Transition Matrix: 2008									
inkludiert prime, Alt-A, subprime, manufactured housing and other residential mortgage-related transactions, in %									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC und schlechter	Gesamt
AAA	84,89	1,10	1,74	2,50	3,19	2,26	2,69	1,62	100,00
AA	0,80	56,66	8,23	5,11	5,07	4,69	7,80	11,65	100,00
A	0,04	0,60	44,61	12,79	6,74	4,97	8,88	21,37	100,00
BBB	0,00	0,09	0,30	37,12	13,59	6,31	7,30	35,30	100,00
BB	0,00	0,00	0,00	0,04	28,22	13,56	7,08	51,11	100,00
B	0,00	0,00	0,00	0,16	0,00	22,19	5,71	71,94	100,00
CCC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36	21,90	77,74	100,00
Global Residential Mortgage-Backed Securities Transition Matrix: 1991 - 2008									
inkludiert prime, Alt-A, subprime, manufactured housing and other residential mortgage-related transactions, in %, jährlicher Durchschnitt									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC und schlechter	Gesamt
AAA	97,85	0,30	0,26	0,34	0,41	0,29	0,34	0,20	100,00
AA	8,12	83,84	2,15	1,03	0,89	0,81	1,24	1,92	100,00
A	2,51	6,19	78,40	4,62	1,65	1,18	1,57	3,87	100,00
BBB	0,53	2,19	4,33	75,53	5,74	3,12	1,62	6,94	100,00
BB	0,13	0,76	2,63	5,64	71,21	5,37	2,48	11,78	100,00
B	0,03	0,08	0,52	2,14	5,45	71,41	2,94	17,42	100,00
CCC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,13	40,43	59,32	100,00

II. Überblick über die drei großen Ratingagenturen

Am globalen Markt für Ratingagenturen gibt es derzeit drei wesentliche Akteure: Moody's, Standard and Poor's (S&P) und Fitch. Diese drei Ratingagenturen sind für 96% (Hunt, 2009) bzw. 98% (Hosp, 2010, S. 24) aller Ratings von strukturierten Finanzierungen in den USA verantwortlich. Auf Grund der überragenden Bedeutung dieser drei Unternehmen muss jede ABS Struktur, die Investoren weltweit ansprechen will, über ein Rating (bzw. geratete Tranchen) von zumindest einem dieser drei Unternehmen verfügen. Der Aufbau der Ratingstufen ist in nachfolgender Tabelle dargestellt.

Moody's	S&P	Fitch	Grade	Risk
Aaa	AAA	AAA	Investment	Lowest
Aa	AA	A	Investment	Low
A	A	A	Investment	Low
Baa	BBB	BBB	Investment	Medium
Ba, B	BB, B	BB, B	Junk	High
Caa, Ca, C	CCC, CC, C	CCC, CC, C	Junk	High
C	D	D	Junk	In Default

Tabelle 2: Ratingübersicht, nach Hosp (2010)

Gemeinsam haben alle Ratinglogiken, dass „Tripple A“ das beste Rating ist. Investments mit einem Rating von BBB/Baa oder besser sind Investment-Grade, jene mit BB/Ba oder schlechter spekulative Papiere, sogenannte junk-bonds (Hunt, 2009).

III. Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit untersucht, welche Anreize für Ratingagenturen beim Raten von ABS Transaktionen existieren, opportunistisch zu handeln. Auf Grund der spezifischen Interdependenzen zwischen den Teilnehmer an einer ABS Transaktion und der großen Konsequenzen welche ein gutes oder weniger gutes Rating der Transaktion auf deren Vermarktung und Kosten hat, wird explizit oder implizit großer Druck auf Ratingagenturen ausgeübt, beständig gute Ratings zu vergeben.

Für den theoretischen Hintergrund der Arbeit dient neben der Prinzipal Agency Theorie als Grundlage und Ausgangspunkt für die weitere Betrachtung, insbesondere das Modell von Diamond (1984) als Erklärung für die Einbeziehung von Ratingagenturen in eine ABS Struktur. Ähnlich wie die Diamond-Bank, die den Investoren die Rückzahlung ihrer Investments unabhängig vom Anlageertrag der Bank garantiert, sollen Ratingagenturen möglichen Investoren auf Grund ihres qualifizierten Urteils über das einer Struktur zu Grunde liegende Risiko Garantenwirkung haben.

In weiterer Folge zeigt die Arbeit auf, wie auf Grund der spezifischen Marktbedingungen für Ratingagenturen Anreize entstehen, tendenziell zu positive Ratings abzugeben. Somit wird Investoren nicht das tatsächliche Risiko ihrer Investitionen offengelegt. Um sich zukünftige Aufträge zu sichern wird auf Grund der gegebenen Möglichkeiten opportunistisch gehandelt, wodurch auch jene ABS Strukturen ein gutes Rating erhalten, die dieses eigentlich nicht verdienen.

Mit der Theorie des Reputational Capital werden in weiterer Folge Kräfte beschrieben, welche diesem opportunistischen Verhalten wiederum entgegenwirken sollen. Im letzten Teil der Arbeit wird aber deutlich aufgezeigt, dass diese Kräfte in dem untersuchen Fall des Ratings von Asset Backed Security Strukturen nicht ausreichend stark sind, um ein korrektes Verhalten auf Seiten der Ratingagenturen zu erzielen.

IV. Abstract

This paper addresses the question whether credit rating agencies acted opportunistically when rating asset backed securities. Because of the unique correlations between the individual participants of an ABS transaction, it is clearly shown that credit rating agencies were under pressure to rate individual transactions more positively than was responsibly possible.

To introduce the reader to the theoretical background of the decision making process of credit rating agencies, the “classic principal agency theory” is used. Additionally, it is shown that credit rating agencies were supposed to act similarly to financial intermediates as described by Diamond (1984) and therefore guarantee (although not monetarily) investors certain returns on their investments. In contrast to Diamond’s model (1984), credit rating agencies did not act as a “Diamond-Bank” themselves, rather they only voiced their opinion about the incoherent risk of a specific ABS transaction.

Moreover, this paper describes the specific incentives of how credit rating agencies tend to rate ABS transactions too positively in order to guarantee future income rather than rate a transaction objectively.

Lastly, this work describes how the theory of reputational capital can be a strong incentive for credit rating agencies to rate in correct manner; however, those incentives did not prove strong enough to push credit rating agencies towards sound business behavior.

V. Lebenslauf Markus Beuchert

geboren 1978 in Wien

Besuch eines Realgymnasiums von 1988 bis 1996 anschließend
Studium der Internationalen Betriebswirtschaftslehre am Betriebswirtschaftlichen
Zentrum der Universität Wien mit Schwerpunkt auf Organisation und Finanzwesen.

Seit 2002 in einer österreichischen Bank angestellt, derzeit als Bereichsleiter
Finanzwesen und Prokurist sowie Geschäftsführer einer Tochtergesellschaft.