

Eurostaaten-Überprüfung

Alle Jahre wieder: Das Rating-Agentur Bashing

Nachdem Standard & Poor's, eine der drei weltweit führenden Ratingagenturen, eine Überprüfung diverser Eurostaaten ankündigte, folgte prompt blankes Unverständnis – in einer ungewöhnlichen allumfassenden Parteienkoalition. Das aber ist unverantwortlich, weil es Ursache und Wirkung katastrophal pervertiert.



Gebäude von Standard & Poor's
Quelle: dapid

Sie kämpfen Seite an Seite, verwenden die gleichen Worte und sind sich in der Sache vollkommen einig. Sie bilden eine Entente Cordiale aus allen politischen Richtungen, Regierung wie Opposition.

Angela Merkel, Gesine Löttsch, Horst Seehofer, Rainer Brüderle, Peer Steinbrück, Jürgen Trittin und – natürlich – Andrea Nahles. Alle bilden eine herzliche Adventsrunde, weil man einen vermeintlichen gemeinsamen Feind gefunden hat!

Was war geschehen?

Anfang Dezember kündigte die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) an, Deutschland, Frankreich, den EFSF sowie weitere EU-Länder einer Neubewertung zu unterziehen. Deutschland, das zu dem Kreis weltweit weniger Ländern mit der absoluten Höchstnote AAA

gehört, könnte mit langfristiger Tendenz „negativ“ anstelle von „stabil“ ausgezeichnet werden.

Weder wurde seitens S&P das Rating, das diese unternehmerische Maßnahme Ihrem Geschäftsmodell entsprechend durchführt, herabgesetzt noch wird damit die Kreditwürdigkeit Deutschlands prinzipiell als fragwürdig bezeichnet. Aber genau diesen Eindruck gewinnt man aus den einhelligen Kommentaren der Staatsfrauen und -männer.

Dabei scheint es prinzipiell gleich, welches Land heruntergestuft wird (wie beispielsweise bereits bei den USA und Japan geschehen): Prompt setzt ein plummes Ratingagentur-*Bashing* ein. Nie wird der Grund bemängelt, den die Bewertung lediglich anzeigt. Selten wird das Urteil als Anlass für Korrekturen der ursächlichen Fehlentwicklungen genutzt.

Aber immer wird der Bote der schlechten Nachricht an den Pranger gestellt. Doch es ist kurios – wenn nicht absurd –, dass nicht eine zu positive Bewertung Anlass der heftigen Reaktionen und Kritik wurde, wie es im Falle der Hypotheken-Derivate war, die seit 2008 von einer Bankenkrise in einen Weltwirtschaftskrise mündeten. Zu positive Noten können schwerwiegende Konsequenzen für den Anleger bedeuten, da er die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls falsch kalkuliert.

Im aktuellen Fall war es lediglich die Ankündigung einer graduellen Neubewertung des Schuldners Deutschland, das möglicherweise nicht mehr den allerhöchsten Level erreichen wird.

Folgt man dem Schwall an Reaktionen auf Ratings kann man den Eindruck erhalten, Ratings sind alles, nur niemals akzeptabel.

WAS RATINGS AUSSAGEN

Zur Richtigstellung, was Ratings aussagen, kann man folgende Aussagen treffen:

- Ratings versuchen, Wahrscheinlichkeiten über den Ausfall einer Investition zu kalkulieren. Diese Wahrscheinlichkeiten werden in Codes ausgedrückt, AAA, Aa, BB+ etc
- Ratings sind keine Ratschläge zur Kaufentscheidung über eine Investition.
- Der Wert einer Ratingagentur selbst beruht auf dem maßgeblichen Unternehmens-*Asset* „Zutrauen und Kompetenz gekoppelt an Objektivität und Unabhängigkeit“. Allein das Vertrauen von Investoren aller Art, dass die Ratingnote eine exakte Analyse widerspiegelt, begründet deren Existenzberechtigung und -grundlage.
- Ratings sind kein Zeugnis über die Richtigkeit von Investitionsmodellen. »

Kein Investor würde einem Rating eine Bedeutung schenken, das von einer Rating-Agentur vergeben wird, die von einem Schuldner anzunehmend oder erkennbar abhängig ist.

HOHES INTERESSE

Dies steht jedoch nicht im Widerspruch zur gängigen Praxis, dass der bezahlende Rating-Besteller stets der Schuldner (i.d.R. privatwirtschaftliche Unternehmen) und nicht der Gläubiger (institutionelle Anleger, etc) ist.

Dies wird in jüngster Zeit gerne als Ursache (weniger) falscher Bewertungen identifiziert, ist aber im Kern unrichtig.

Denn zum einen muss auch der Schuldner ein hohes Interesse haben, dass der Rating-Agentur jederzeit vertraut werden kann, um Emissionen komplett platzieren zu können.

Andererseits würde aber eine Bezahlung durch den Investor einen Schwarm an Sicherungsmaßnahmen nach ziehen, der die Geheimhaltung der Ratingnote gewährleistet. Man stelle sich einen Investor vor, der in Umdrehung der aktuellen Praxis, einen Millionenbetrag für eine Bewertung ausgibt und dieses Rating würde durch Wirtschaftsspionage oder Fahrlässigkeit öffentlich werden: In diesem Fall würde der Gläubiger einen enormen Schaden erleiden, da sämtliche Drittanleger das Investment bevorzugen könnten.

Deshalb regulieren sich Rating-Agenturen im Wesentlichen selbst. Hinreichend sind dabei marktwirtschaftliche Prinzipien. Sie begründen die Notwendigkeit auch ohne große Einschränkung korrekt und allgemein anerkannt zu werden.

Es mag sein, dass es mitunter auch falsche Beurteilungen geben kann, so wie jedes andere Produkt auch fehlerhaft sein kann. So können Analysen durch Betrug und Fälschung der vorgelegten Zahlen (wie etwa den griechischen Statistiken oder Parmalat) oder durch sehr seltene Kalkulations- und Analysefehler (wie beispielsweise dem irrtümlichen Downgrading Frankreichs im Oktober) beeinflusst sein.

Aber deren signifikante Häufung würde stets den schnellen „wirtschaftlichen Exitus“ einer jeden Rating-Agentur zur Folge haben.

Aus diesem Grund sind auch Verschwörungstheorien recht abstrus, in denen unterstellt wird, dass die drei Markt dominierenden Ratingagenturen Moody's, Fitch und Standard & Poor's (S&P) vor allem US-amerikanische Interessen verfolgen würden.

Es mag theoretisch möglich sein, dass US-Politiker „moralischen“ Einfluss nehmen wollen. Es mag auch möglich sein, dass die Agenturen diesem nicht

gänzlich undenkbarer Druck seitens der US-Regierung in Einzelfällen implizit oder offen-direkt nachgegeben haben. Aber typisch kann das niemals sein, weil sich eine Ratingagentur damit deren eigener Geschäftsgrundlage berauben würde, ergo Ihren einzigen unternehmerischen Vermögenswert abwerten würde. Es wäre, als wenn VW einem Gewinndruck der niedersächsischen Landesregierung zum Ausgleich eines Haushalts nachkommen würde und der Konzern fortan auf taugliche Räder und andere Sicherheiten verzichten würde, um massiv Kosten zu sparen. Dies könnte zwar für einen kurzfristigen Ertragsanstieg sorgen, aber schon mittelfristig würde dies zu einem dramatischen Käuferchwund führen. Diese Qualitätsstrategie hatte bei Opel, wenngleich in anderer Konstellation, diesen Effekt vor Jahren erzeugt und wirkt bis heute imagemäßig nach.

QUASI-OLIGOPOL

Die Ratingagenturen stehen zudem auch untereinander in Konkurrenz und selbst in diesem Quasi-Oligopol kann sich keine Agentur sachlich unbegründete Noten leisten, will man deren zukünftigen Bewertungen folgen.

Im Gegenteil: Der Imageverlust, den man durch die Immobilienblase erlangte, muss erst durch sorgfältiges Wirtschaften zurück gewonnen werden.

Dass Griechenland die schlechteste aller Länderbeurteilungen weltweit einnimmt, liegt nicht daran, dass die USA dies von Ihren dort angesiedelten Rating-Unternehmen forderten, sondern allein daran, dass es ein enormes Defizit und enorme Staatsschulden angesammelt hat. Und dass dessen ökonomische Kraft fundamental verheerend ist. Und schließlich, weil Griechenland diese Schuldenaufnahme nicht dazu genutzt hat, ein Wirtschaftssystem aufzubauen, das gewährleistet, dass diese Schulden zukünftig zurückzahlbar sind.

Griechenland hat stattdessen das günstige €-Geld, das es bis vor wenigen Jahren durch Anleihen mit Quasi Eurobond-Charakter beschaffen konnte, für unangemessen hohe Sozialleistungen sowie einen ausgefuchtelten Staatsapparat verwendet. Dieses Geld ist weg. Die Konsequenz sind die nunmehr harschen Maßnahmen der neuen griechischen Regierung, die unabdingbar sind.

Auch die USA haben einen katastrophal hohen Verschuldungsgrad, aber zumindest eine recht gut funktionierende Industrie (verglichen mit Griechenland). Außerdem verfügt die USA über ein gewaltiges volkswirtschaftliches Volumen.

Dennoch werden auch die USA nicht mehr durchgängig mit der Höchstnote „AAA/Aaa“ beurteilt. Die angeblich USA zugeneigte Ratingagentur S&P hat beispielsweise „nur“ noch die zweitbeste

mögliche Note AA+ vergeben. Vulgo: Keine 1+ sondern „nur“ eine glatte 1. Eine angesichts der Insolvenzen von fast 20 Kommunen und öffentliche Körperschaften der USA in den letzten Jahren hervorragende Bewertung, die dennoch heftig von Politikern gerügt wird statt das deren Ursache devot abgearbeitet wird.

ZU HOHER SCHULDENSTAND

Deutschland hat ebenfalls einen deutlich zu hohen Schuldenstand (dieser liegt mithin rund 25%-Punkte über dem Maastricht-Kriterium). Genau deshalb ist es nicht vollkommen absurd, zumindest auch für Deutschland ein nicht eingeeistes, nicht kategorisches, nicht ewiges „AAA“ anzudenken.

Altkanzler Helmut Kohl mahnte zur Schuldensituation Deutschlands: *„Die Wachstumskrise (...) hat zugleich in aller Deutlichkeit die Finanzkrise unseres Staats offengelegt (...) Diese Bilanz ist bestürzend: Ende dieses Jahres wird sich der Schuldenstand (...) erhöhen: Bei Bund, Ländern und Gemeinden zusammen genommen auf über 300 Mrd. € (...) Die Neuverschuldung reicht kaum noch aus, um die jährliche Zinslast zu bezahlen.“*

Eine deutliche, unmissverständliche Abmahnung gegen ausufernde Verschuldung. Kohls Analyse ist vollkommen richtig.

Der zitierte Betrag ist -aus DM umgerechnet- ebenfalls korrekt. Das Zitat stammt aus 1982, als Helmut Kohl den Vorgänger Helmut Schmidt wegen dessen Finanzpolitik als Kanzler ablöste. Als Kohl seinerseits abgewählt wurde, betrug der Schuldenstand dann allerdings fast 1,2 Billionen €. Das Vierfache also oder anders ausgedrückt: Die damalige Regierung häufte also pro Legislaturperiode den kompletten Betrag eines bereits *„bestürzenden Schuldenstands“* nochmals oben drauf.

Und heute, eine weitere Dekade später - nach erneut SPD und wieder CDU geführten Regierungen -, sind es bereits annähernd 2,0 Billionen €. Zwei Tausend Milliarden Euro Schulden. 25000 Euro pro jedem Bürger.

KEIN EU-MUSTERKNABE

Nein, Deutschland ist kein EU-Musterknabe, es ist lediglich politisch stabil und besitzt vor allem eine ordentliche Wirtschaft, basierend auf einem funktionierenden Mittelstand.

Leider wird die wirtschaftliche Rahmenordnung aber von der Politik gestaltet, die in jeder Krise genüsslich keynesianisches *Deficit Spending* pflegt und in Boomzeiten trotzdem Neuverschuldung betreibt, statt dann Reserven aufzubauen oder aufzufüllen!

Fazit: Deutschland ist lediglich weniger irrational als andere Länder, aber deshalb kaum vorbildlich. Denn dieses Schuldenproblem kann selbst Deutschland in Not bringen: Irgendwann, so wie Griechenland ‚irgendwann‘ zahlungsunfähig wird. Irgendwann? Das war bereits ‚gestern‘!

Diesen Umstand müssen Ratingagenturen bei einer sachlichen Prüfung berücksichtigen, um Ihrem Auftrag entsprechend Investoren Entwicklungen von Schuldnern anzuzeigen. Andernfalls würden sich die Analysten selbst eliminieren, weil niemand deren Prüfungen für Anlagen heranziehen würde. Rating-Agenturen sind aus reinen markt- und marketingwirtschaftlichen Aspekten heraus daran interessiert, dass Ihre Noten für Investoren werthaltig sind.

Sicher ist, dass die Rating-Agenturen dieses hohe Vertrauen um 2008 sehr leichtfertig aufs Spiel setzten, als sie hochkomplexe finanzmathematische Derivatkonstrukte bewerteten, die schlicht für jeden undurchschaubar waren - erkennbar war nur, dass diese Finanzprodukte eine Black-Box waren, was eine strikte Verweigerung eines Ratings hätte nach sich ziehen müssen.

Hier vertrauten die Ratingagenturen leichtsinnig auf die angeblich banal-wahren Axiome und Hypothesen der Finanz-Ingenieure, die diese Derivat-Strukturen als Bedingung für das Funktionieren der jeweiligen Modelle benötigten.

So wurden etwa bei Asset Backed Mortgages (ABM) oder ABS (Securities) sog. ‚A-Tranchen‘ aufgelegt, die in der Tat rechnerisch oder argumentativ nachvollziehbar nahezu sicher waren. „Nahezu sicher“ heißt aber: Nur fast 100%. Weil die Hypothekendarlehen entgegen der angesetzten Grundannahme aber quasi durchgängig nicht werthaltig waren, implodierte dieses ausgeklügelte System von Tripel-A-Papieren.

WESEN DER WAHRSCHEINLICHKEIT

Nichtsdestotrotz kann systemisch auch ein korrekt mit „Bestnote“ bewertetes Objekt (sei es ein AAA-Unternehmen, sei es ein Tripel-A Staat oder sei es ein AAA-Wertpapierderivat) grundsätzlich ausfallen! Das ist das Wesen der „Wahrscheinlichkeit“!

Die Noten stellen auch keinesfalls eine Art „erstrangige Sachsicherheit“ dar. Sie bezeichnen „lediglich“ Wahrscheinlichkeiten ohne Obligo.

Zu keinem Zeitpunkt sagte ein Tripel „AAA“ (S&P und Fitch), respektive „Aaa“ (Moody's) aus, dass die „Eintrittserwartung eines Ausfalls 0%“ beträgt. Es drückt vielmehr eine statistische Erwartung eines Defaults (Ausfall) aus, der

geringer als 0,00% in der expliziten Nachkommastelle ist.

Dennoch kann selbst ein „Summa cum laude“ zum sog. Kreditereignis werden, wenn der Schuldner z.B. gefälschte Datenpools zur Prüfung vorlegt, die daraus abgeleitet dann eine exzellente Bonität attestieren.

Diese fundamentale Aussage was ein Rating bedeutet, wird nahezu immer falsch wider gegeben oder zumindest falsch »verguttenbergt« (d.h. abgeschrieben und zitiert).

KEINE KAUFEMPFEHLUNG

Ratings stellen im Übrigen auch keine Kaufempfehlungen (oder umgekehrt einen Kaufablehnungsrat) dar.

Dieses krasse Missverständnis über deren Wesen teilt das „Rating“ mit der landläufigen, aber irrigen Meinung zu „Wirtschaftsprüfungstestaten“: Ein Testat zeigt an, dass nach gewissenhafter, solider Prüfung der Unternehmenszahlen, keine Gesetzes unkonformen Buchungen oder Wertansätze erkennbar sind.

Sie sagen dahingegen nichts über die Bonität oder Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens aus. Ein Unternehmen kann mit einem einwandfreien Bilanz-Testat dennoch zeitnah insolvent werden.

Ein Rating wird analog nicht selten als ‚Kaufempfehlung‘ missverstanden. Dies ist aber eklatant falsch. Ein Rating von „C“ kann, aufgrund der dann höheren Risikoaufschläge (etwa im erhöhten Zins einer Neuemission oder im Kursdisagio eines im laufenden Handel befindlichen Wertpapiers), ein durchaus hoher Kauf-Anreiz von Investoren sein.

Insbesondere Politiker verstehen offenbar grundlegend nicht, was ein Rating aussagt!

Nach der bloßen Ankündigung von S&P Anfang Dezember 2011, dass ein *Downgrading* des EFSF, Deutschlands, Frankreichs und einigen weiteren Ländern der EU möglich ist, war es allein die pragmatische Bundeskanzlerin Angela Merkel, die spontan einen vernünftigen Kommentar äußerte, dass das Rating „in der Verantwortung der Ratingagentur steht“.

Alle anderen Volksvertreter des Bundestags sowie andere führende Staatsbeamte kommentierten erheblich Unsinniges über die Medien.

Das ist schlimm, weil die Auslassungen uninformativ oder rein politisch und populistisch motiviert sind und von deren eigenen Unterlassungen ablenken.

DAS RATINGAGENTUR BASHING

Ratingagenturen zu verdammen gehört mittlerweile zum Standardrepertoire von tonangebenden Politikern. Das ist bedenklich ähnlich zum Fußball-Hooligan, der grundsätzlich dem Schiedsrichter die Schuld für Niederlagen zuweist. Analog wird auch hier jeder einwandfrei geahndete Regelverstoß höhnisch oder beleidigend kommentiert, aber selten die schlechte Leistung des eigenen Teams.

Ein Schiedsrichter (Ratingagentur) – um in diesem natürlich vereinfachten Beispiel zu bleiben – muss aber unabhängige Entscheidungen (Ratings) treffen, auch wenn sie unpopulär sind.

Eine Ratingagentur zu attackieren, die es lediglich wagt darüber nachzudenken, dass Deutschland eventuell auf „AAA mit langfristigen Trend negativ“ gesetzt wird, geschweige denn auf das Niveau der USA evaluiert wird, ist jedenfalls blanker Populismus einer Parteiengemeinschaft von rechts Außen bis links radikal. Das kann nicht Ziel führend sein.

Gänzlich widersprüchlich ist in diesem Zusammenhang auch die Aussage, dass die Rating-Agenturen vom Auftraggeber bezahlt würden und deshalb nicht unabhängig sein können.

Im Falle von Deutschland (aber auch den meisten anderen Staaten wie USA, Japan, Frankreich etc.) wird das Rating weder vom Investor noch von dem jeweiligen Land bezahlt!

Im Gegenteil: Wenn Deutschland S&P für deren Bonitätsanalyse bezahlen würde, wäre dies eher ein Misstrauensargument für eine „gekaufte Fix-Bestnote“, aber sicher nicht für eine Herabsetzung des Rating-Auftraggebers.

EUROPÄISCHE RATINGAGENTUR

Es wäre zwar sicher wünschenswert, wenn sich - neben Moody's, S&P und Fitch - auch eine bedeutende europäische Ratingagentur als weltweite Institution etablieren könnte. So lancieren gewichtige europäische Institutionen entsprechende Absichten. Nur kann eine „Euro-Ratingagentur“ gewiss kein Renommee erlangen, wenn diese durch eine Staatsgemeinschaft Subventionen oder gar Beteiligungskapital erhält.

Eine vom Schuldner gelenkte Behörde kann keine Entscheidungsgrundlage für neue Geldgeber sein. Dies ist allerdings die vorherrschende Motivation der meisten europäischen Politiker, die eine solche fordern.

Einem Schiedsrichter, der von der Heimmannschaft bezahlt würde und der sich als erklärter Fan der Gastgeber zu erkennen gibt, würde man als Gastmannschaft sicher nicht die Pfeife anvertrauen.