

Erklärungen für den Erfolg kleiner und großer Ratingagenturen

Dr. Christoph R. Kley

Working Paper: Zürich, www.kley.net

1. Feb. 2004

<i>1. Einleitung</i>	<i>1</i>
<i>2. Der heutige Markt für Credit Ratings</i>	<i>1</i>
<i>3. Historische Entwicklung</i>	<i>7</i>
<i>4. Wachstumstreiber der Nachfrage nach Credit Ratings und erwartete zukünftige Entwicklung</i>	<i>8</i>
4.1 Wachstumstreiber der Nachfrage (allgemein).....	<i>8</i>
4.2 Wachstumstreiber der Nachfrage in den neunziger Jahren	<i>9</i>
4.3 Künftige Wachstumsfaktoren	<i>10</i>
<i>5. Ökonomische Analyse des Erfolges in der Ratingbranche</i>	<i>11</i>
5.1 Eine Auswahl von erfolgreichen und erfolglosen Markteintritten	<i>11</i>
5.2 Zwei alternative Erklärungsansätze für den Erfolg: „Regulatory Licence“ oder „Reputationskapital“	<i>19</i>
5.3 Kritische Diskussion der Erklärungsansätze.....	<i>20</i>
<i>6. Zusammenfassung</i>	<i>25</i>

1. Einleitung

Innerhalb weniger Jahre hat die Idee des externen Credit Ratings einen rasanten Aufschwung in deutschsprachigen Raum erfahren. Es wird z.B. in den Tageszeitungen diskutiert, ob dieses oder jenes Rating einer Bank angesichts von Kreditverlusten zu halten sein, ob die Ratingherabstufung eines deutschen Industrieunternehmens aufgrund von unbilanzierten Pensionsverpflichtungen gerechtfertigt sei oder ob Moody's das Rating der Bundesrepublik herabsetzen könnte. Solche Diskussionen wären noch vor wenigen Jahren auf die Fachpresse beschränkt gewesen.

Trotz vieler Informationen halten sich zahlreiche Mythen und Mißverständnisse über Rating und Ratingagenturen. Es hält sich z.B. hartnäckig die Überzeugung, daß sich Ratingagenturen quasi immer durch Ratinggebühren von den beurteilten Firmen finanzieren. Häufig wird auch die relative Bedeutung von Industrie- und Länder-Ratings für die großen Agenturen im Vergleich zu Asset-backed-Securities- und Bank-Ratings überschätzt. Auch wird kaum wahrgenommen, daß noch Anfang der Siebziger Jahre die international tätigen Agenturen Moody's und Standard & Poor's noch relativ klein waren und nur mehrere Dutzend Analysten beschäftigten.

Ziel des vorliegenden Fachbeitrages ist eine Analyse der Erfolge von kleinen als auch großen Ratingagenturen. Angesichts zahlreicher neugegründeter Ratingagenturen in Deutschland ist die Thematik besonders relevant.

Der Fachbeitrag gliedert sich folgendermaßen:

- Zuerst wird der heutige Markt für Bond Ratings bzw. die Ratingbranche analysiert.
- Danach interessiert der Teil der geschichtlichen Entwicklung, der für die Erklärung des Erfolges relevant ist.
- Im darauffolgenden Abschnitt stehen die Faktoren für das historische und das erwartete zukünftige Nachfragewachstum im Mittelpunkt.
- Aus den gewonnenen Analysen werden anschließend Thesen zu Erfolgsfaktoren etablierter und neuer Ratingagenturen abgeleitet und detailliert begründet.

2. Der heutige Markt für Credit Ratings

Unter den führenden internationalen Ratingagenturen versteht man im generellen Moody's, Standard & Poor's und Fitch Ratings, die aus der Fusion von Fitch IBCA mit Duff & Phelps (DCR) hervorging. Neben diesen bekannten großen internationalen Agenturen gibt es eine Reihe von kleineren Agenturen, die in regionalen oder kundenspezifischen Nischen tätig sind.

Im folgenden werden Marktstruktur, Erlöse von Unternehmens- und Investorensseite und die verwendeten Ratingssysteme untersucht.

• **Marktstruktur und Wachstum in den letzten 20 Jahren**

Im Jahr 2000 wies Moody's mit einem weltweiten Marktanteil von 37% rund 600 Mio. US-\$ Erlöse auf, während S&P – Schätzungen von Moody's zufolge – ca. 690 Mio. US-\$ Erträge erwirtschaftete (42% Marktanteil), und Fitch Ratings einen Umsatz von ca. 225 Mio. US-\$ erreichte (14% Marktanteil, vgl. MOODY'S CORPORATION 2002a, Folie 9). Von den ungefähr 7% verbleibenden Marktanteilen entfielen 4 Prozentpunkte auf AM Best-Versicherungs-Ratings. Im

Jahr 2001 verschoben sich die Marktanteile nur geringfügig (38% Moody's, 41% S&P und 14% Fitch Ratings), während der Gesamtmarkt um 29% auf 2,1 Mrd. US-\$ wuchs. Moody's erreichte ein Umsatzvolumen von etwa 800 Mio. US-\$. Das Wachstum ist in der letzten Zeit kaum gesunken. Vorläufigen Angaben zufolge belief sich der Weltumsatz von Moody's in 2003 auf rund 1,2 Mrd. US-\$¹.

Die einzelnen Wettbewerber haben in den diversen Segmenten (Corporates, Insurance, Public Ratings, Bank Ratings and Structured Finance Ratings) unterschiedliche Marktanteile. Fitch Ratings ist bspw. relativ stärker auf Bankratings, das Rating strukturierter Produkte und europäische Ratings fokussiert.

Da es aufgrund der Eigentümerstruktur schwierig ist, zuverlässige statistische Daten zu erhalten, wird im folgenden die Entwicklung von Moody's als stellvertretend für die gesamte Branche diskutiert. Dies ist nur deshalb möglich, da bereits vor Jahrzehnten die Branche durch Moody's und S&P dominiert wurde, wenn auch nicht im gleichen Ausmaß. In den letzten 20 Jahren wuchs der Ratingmarkt sehr stark. Anfang der achtziger Jahre erzielte Moody's Erlöse in der Größenordnung von rund 30 Mio. US-\$. Im Jahr 2001 beliefen sich die Erlöse auf rund 800 Mio. US-\$, d.h. über einen Zeitraum von 20 Jahren wurde ein jährliches Wachstum von ungefähr 17% erzielt (vgl. MOODY'S CORPORATION 2002b). Das operative Ergebnis wuchs in gleichem Maße, wobei im Jahr 2001 die operative Marge 50% betrug.

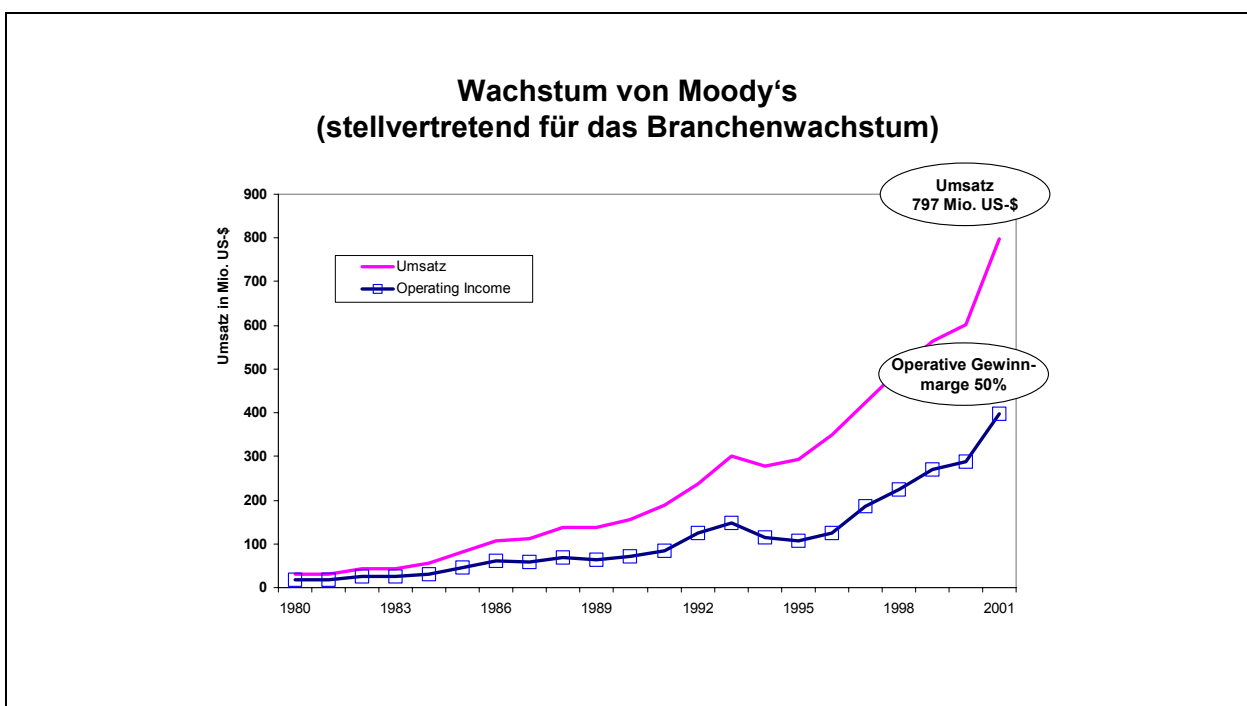


Abbildung 1: Das Umsatzwachstum von Moody's bis 2001 als Maß für das Wachstum des gesamten Ratingmarktes (Quelle der Daten: MOODY'S CORPORATION 2001, S. 12, und 2002b, S. 1, bereinigte Umsätze).

¹ Vgl. www.moodys.com, 10. Feb. 2004.

EVERLING (1996b, S. 6) charakterisiert den Ratingmarkt als beschränktes Oligopol mit dominanten Anbietern und einer relativ schwachen Konkurrenz durch eine größere Anzahl sehr viel kleinerer Agenturen, die in Marktnischen tätig sind. Die mit großem Abstand marktführenden Kräfte Moody's und S&P bekamen in den neunziger Jahren verstärkt Konkurrenz durch Duff & Phelps (DCR), Fitch und IBCA. DCR und Fitch wurden von der Londoner IBCA akquiriert. Die aus den Übernahmen gebildete Agentur führt heute den traditionsreichen Namen Fitch Ratings und ist die dritte Wettbewerbskraft, die in bestimmten Regionen und Segmenten bereits nahe zu den beiden alteingesessenen Agenturen vorstoßen konnte. Neben den drei marktführenden Agenturen existieren eine Vielzahl von spezialisierten Agenturen, die sich auf bestimmte Regionen oder Branchen konzentrieren. Diese Agenturen sind im Vergleich zu den drei großen Agenturen relativ klein. Die folgende Tabelle gibt Aufschluß über die Größenverhältnisse, wobei durch die bedeutend höheren Ratinggebühren, die die marktführenden Agenturen fordern können, das Umsatzgrößenverhältnis im Vergleich zum Personalumfang deutlich höher ausfällt.

	Anzahl der Beschäftigten bzw. Analysten	Anzahl der erteilten Ratings (inkl. der unbeauftragten Ratings)
Canadian Bond Rating Service (gegründet 1972)	35	> 500 Emittenten (im Jahr 2000 von S&P übernommen)
Dominion Bond Rating Service (gegründet 1976)	30	> 500 Emittenten
Japan Credit Rating Agency JCR (gegründet 1985)	74	600 Ratings
Japan Rating and Investment Informationen (R&I) , (gegründet 1985)	140	1'100 Ratings
Mikuni & Co. (gegründet 1975)	Keine Angabe	4'000 Ratings, 1'600 Emittenten (nur Einnahmen von Abonnenten)
Moody's	1'500	> 9'000 Ratings
Standard & Poor's	1'000 Analysten	Rund 3'500 Emittenten
Thomson BankWatch TBW (gegründet 1974)	69 Analysten	650 Emittenten, 400 Emissionen (2000 von FitchIBCA übernommen)
Fitch Ratings (FitchIBCA + DCR)	1'100	1'600 Banken, 800 Industrieunternehmen, 3'300 Structured Finance-Ratings

Tabelle 1: Übersicht über die Größenverhältnisse bei Ratingagenturen (Quelle: ESTRELLA ET AL. 2000, S. 23f.).

Vor 30 Jahren fielen die Größenunterschiede nicht derart kraß aus. Deshalb kann eine Analyse relevante Erfolgsfaktoren identifizieren, die für die institutionellen Probleme von Ratingagenturen im generellen wesentlich bzw. vergleichbar sind. Es sollen im folgenden die Gemeinsamkeiten und die Unterschiede, die es zwischen den großen marktführenden Agenturen und den kleineren Agenturen gibt, herausgearbeitet werden.

- **Preise: Erlösstruktur/Ratinggebühren**

Die Erlöse von Moody's im Jahr 2001 setzten sich folgendermaßen zusammen:

	Moody's 2000 in Mio. US-\$	Prozentualer Anteil
Ratinggebühren		
- Structured Finance-Ratings	274	34,4%
- Corporate Ratings	226	28,4%
- Financial Institutions & Sovereign R.	131	16,4%
- Public Finance Ratings	64	8,0%
Andere Erlöse (Abonnenten etc.)	102	12,8%
Total	797	100,0%

Tabelle 2: Erlösstruktur von Moody's im Jahr 2001 (Quelle: MOODY'S CORPORATION 2002b, S. 45).

Die Erlöse basierten zu 87% auf Ratinggebühren aus 4'200 Corporate Relationships und Erlösen aus Structured Finance-Ratings. Rund 13% der Gesamterlöse stammten aus dem Verkauf von Researchprodukten und Risikomanagementdienstleistungen (insgesamt rund 102 Mio. US-\$, vgl. MOODY'S CORPORATION 2000, S. 11, 2001, S. 13ff., und 2002b, S. 45).

Eigenen Schätzungen² zufolge waren die jährlichen Erträge pro Relationship³ bei Moody's relativ stabil in den letzten Jahren und betragen ungefähr 75'000 bis 80'000 US-\$. Dies deckt sich mit den Ergebnissen der Umfrage eines Ratingadvisors: 1998 bezahlten die beurteilten Firmen und Banken jährlich rund 83'000 US-\$ (vgl. CANTWELL & COMPANY 1999, S. 27 und FIGHT 2001, S. 168, eigene Schätzung der mittleren Gewichte). Die gezahlten Ratinggebühren bei Moody's und S&P sind ähnlich (vgl. CANTWELL & COMPANY 1999, S. 27). Fitch Ratings kann weniger pro Relationship erlösen: eigenen Schätzungen aus der CANTWELL & COMPANY-Studie (1999) zufolge waren es 59'000 US-\$.⁴ Dies ist ein Hinweis auf den Wert der Produktdifferenzierung. Die Angaben werden bestätigt durch KNEISE (1996, S. 52), der die 1993-er International Fee Schedule von S&P zu den Ratinggebühren zitiert. Danach würden für eine Bondemission 3 Basispunkte des Emissionsbetrages als Ratinggebühr festgelegt, wobei das Minimum 15'000 US-\$ und das Maximum 75'000 US-\$ betrage. Drei Basispunkte entsprechen bei einer Emissionsgröße von 100 Mio. US-\$ einem Betrag von 30'000 US-\$. Für Erstratings gelten anscheinend andere Gebührensätze. Die Ratinggebühren für die fortlaufende Aktualisierung und Überwachung sind nicht angegeben. HEINKE (1998, S. 36) spricht basierend auf einer Literaturübersicht von jährlichen Überwachungsgebühren von bis zu ca. 25'000 €. Die Gebührensätze bei Moody's sollen nach KNEISE ähnliche Beträge umfassen.

Die Ratinggebühren sind höher bei Structured-Finance-Ratings, da diese komplexer als normale Corporate Ratings sind. Eigenen Schätzungen zufolge erzielte Fitch Ratings Durchschnittserlöse von rund 235'000 US-\$ pro ABS-Transaktion. Diese sind rund 30% niedrigerer als die Durchschnittserlöse von Moody's von ca. 340'000 US-\$.

² Die mit eigenen Schätzungen gekennzeichneten Werte in diesem Abschnitt basieren auf den folgenden Daten: MOODY'S CORPORATION 2000, MOODY'S CORPORATION 2001, DUN & BRADSTREET CORPORATION 2000, KEENAN 2000, FIMALAC 2001, ESTRELLA ET AL. 2000, THE MCGRAW-HILL COMPANIES 2001, THE MCGRAW-HILL COMPANIES 2001b, DCR 2000, CANTWELL & COMPANY 1999. Detaillierte Jahresabschlüsse liegen nur von Moody's und Fitch Ratings vor. S&P veröffentlicht keine Detailinformationen.

³ Unter Verwendung einer anderen Zählweise bei der Anzahl der Relationships.

⁴ Einschränkung muß bei der Analyse berücksichtigt werden, daß die Durchschnittsermittlung nur hinsichtlich der Erträge aus Structured Finance-Ratings und Researchprodukten angepaßt wurde, nicht jedoch um die Anteile von Bankratings und anderen Ratings.

Für den Emittenten kommt zu den genannten Gebühren sein eigener Aufwand hinzu. Die beanspruchte Managementkapazität bzw. die Opportunitätskosten des Managementeinsatzes, der Aufwand für die Zusammenstellung der erforderlichen Unterlagen sowie die Honorare für Rating Advisors, welche die Firma auf das Rating vorbereiten, sind in diesem Zusammenhang zu nennen. Die Ratinggebühren sind für den Emittenten im Vergleich zu Underwriting-Fees oder anderen Kosten einer Emission verhältnismäßig gering, die mehrere Prozentpunkte des Emissionsbetrages erreichen können.

Die Schätzungen zeigen die große Bedeutung von Bank- und Structured-Finance-Ratings bei den großen Agenturen. Die Ratings der marktführenden Agenturen scheinen aufgrund ihres Preises nur für Bonds oder andere Finanzinstrumente mit hohem Kreditvolumen geeignet zu sein.

• **Erlöse von Ratingnutzerseite (Research und Opinion Products)**

Verschiedene „research & opinion products“, d.h. vor allem Informationsprodukte für Finanzinvestoren, werden von den internationalen Agenturen für die Ratingnutzer angeboten:

- Regelmäßige Publikationen mit Analysen für Investoren: z.B. Standard & Poor’s Credit Week.
- Informationsdatenbanken über Ratings (z.B. RatingsDirect von S&P), Ratingveränderungen, Ratingreports, Watchlistings etc. über Internet oder Drittdienste (z.B. CreditWire über Bloomberg).
- Informationsprodukte, um das Kreditrisikomanagement auf Einzel- und Portfolioebene zu erleichtern, wie z.B. Branchendefault-Prognosen. Durch den Kauf von Zusatzprodukten ist es den Kreditgebern besser möglich, Ratings als Entscheidungsgrundlage zu gebrauchen.
- Beratung und Training hinsichtlich Kreditrisikomanagement.

Die folgende Tabelle zeigt die Struktur der Erlöse von Moody’s auf Ratingnutzerseite.

	Anzahl	Erträge von Moody’s pro Nutzer 1999
Nutzer: Institutionen	2'800	Rd. 22'000 US-\$
Nutzer: Personen bzw. Arbeitsplätze	15'600	Rd. 4'000 US-\$

Tabelle 3: Schätzung der (maximalen) durchschnittlichen Erträge von Moody's beim Verkauf von Research & Opinion Products im Jahr 1999. Die Durchschnittswerte enthalten auch die Einnahmen aus Risikomanagementberatung.

Aufschlußreich ist der Vergleich mit der offiziellen Preisliste von S&P von 2001, da angenommen werden kann, daß die Researchprodukte von Moody's ähnliche Preise aufweisen. Kernprodukt von S&P ist ein Online-Informationsservice über Bloomberg oder das Internet (CreditWire), der auch die Zeitschrift CreditWeek umfaßt. Dieser Onlineservice kostet 9'500 US-\$ pro Jahr, wobei die Preise je nach der Anzahl der Arbeitsplätze des Nutzers weiter steigen (5 Arbeitsplätze kosten 18'450 US-\$, vgl. STANDARD & POOR’S 2001b).

Dieser Leistungsaspekt der marktführenden Agenturen wird häufig vernachlässigt, obwohl in historischer Perspektive die Information von Investoren Ausgangspunkt praktisch aller Agenturen war.

- **Ratingprozeß/Verwendete Ratingsysteme**

Auf die instrumentalen Aspekte von Credit Ratings, die Frage nach dem Ratingsystem kann in dieser Arbeit nur kurz eingegangen werden.⁵ In der Terminologie des Basler Ausschusses sind die Ratingsysteme der führenden internationalen Ratingagenturen als „full expert-judgement reliant processes“ (also als Expertensysteme) zu klassifizieren (vgl. die Klassifikation in BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION 2001e, S. 10). Sie weisen einen im Verhältnis zu den meisten bankinternen Ratingsystemen geringen Standardisierungsgrad auf. Damit ist die Nachvollziehbarkeit des Prozesses erschwert. Üblicherweise ist die Informationsproduktion branchenorientiert organisiert, indem Analysten sich auf bestimmte Branchen spezialisieren. Der Ratingprozeß besteht aus mehreren Phasen, wobei die beurteilte Gesellschaft vor der endgültigen Ratingbeurteilung, die von einem aus erfahrenen Analysten und Managern zusammengesetzten Ratingkomitee gefällt wird, über das vorläufige Ratingergebnis informiert wird. Dem Ratingkomitee fällt die Aufgabe zu, die Einheitlichkeit der Einstufung sicherzustellen (vgl. zum Ratingkomitee: MOODY'S INVESTORS SERVICE – GLOBAL CREDIT RESEARCH 2001b). Aus „Leadanalysten“-Sicht muß die Einstufung der bewerteten Gesellschaft offengelegt und gegen Einwände verteidigt werden. Die Optionsrechte und Eingriffsmöglichkeiten des beurteilten Unternehmens bestehen in der sorgfältigen Vorbereitung eines Ratings unter eventueller Inanspruchnahme eines Rating Advisors, der Möglichkeit des Einspruches und der Bereitstellung zusätzlicher Informationen, des Wahlrechtes der Veröffentlichung und – auf kontinuierlicher Basis – der Beziehungspflege mit einer proaktiven Informationspolitik (insbesondere vor wichtigen Ereignissen wie z.B. M&A-Transaktionen). Das Veröffentlichungswahlrecht ist jedoch vielen großen Unternehmen in der Praxis verwehrt, da die großen Agenturen in vielen Regionen die Politik verfolgen, alle ausstehenden Bondemissionen zu bewerten.

Im Informationsprodukt Rating ist das Monitoring des Schuldners bzw. die ständige Aktualisierung des Ratings enthalten. Die bewerteten Unternehmen haben selber ein großes Interesse daran, durch die Zurverfügungstellung von Informationen ihre Ratingbeurteilung zu erhalten oder zu verbessern. Sie senden deshalb im Normalfall regelmäßig Quartalsberichte und andere Informationen an die Ratingagenturen und informieren persönlich über wichtige Entwicklungen wie z.B. Akquisitionen, um die Agenturen nicht negativ zu überraschen. Dies wird auch von Agenturseite erwartet. Normalerweise kommt es einmal jährlich im Zuge der jährlichen formellen Revision des Ratings zu einem intensiven Gespräch der zuständigen Analysten mit dem Management der beurteilten Gesellschaft.

Im Vergleich zum Mittelstands-Rating in Deutschland ist als Unterschied die fortlaufende Aktualisierung, wie auch ein anderes Ratingsystem zu nennen, das stärker branchenorientiert ist. Der Produktionsprozeß beim Mittelstands-Rating ist zudem standardisierter (vgl. allgemein zum Mittelstands-Rating KLEY 2003).

⁵ Vgl. dazu im folgenden SERFLING/BADACK/JEITER 1996, S. 634ff., MOODY'S INVESTORS SERVICE – GLOBAL CREDIT RESEARCH 2001b, MOODY'S INVESTORS SERVICE – GLOBAL CREDIT RESEARCH 2000a, BERBLINGER 1996 für Moody's und MEYER-PARPART 1996 für Standard & Poor's und im generellen EVERLING 1991.

3. Historische Entwicklung

Vom Credit Rating spricht man trotz einiger Vorläufer seit dem Rating von Eisenbahnanleihen in den USA Anfang des 20. Jahrhunderts.⁶ Die Eisenbahnanleihen trugen maßgeblich dazu bei, in den USA einen großen anonymen Kapitalmarkt zu schaffen. Da die Investoren nur spärliche Informationen über die kreditsuchenden Gesellschaften hatten, entstand ein Bedarf für externe Ratingdienstleistungen. John Moody gründete Moody's im Jahr 1900. Ab 1909 verkaufte er Informationen zu Kreditrisiken an Investoren. Die Kreditqualität der Anleihen wurde mittels eines Buchstabensystems in eine Rangfolge gebracht. Moody's und S&P sind durch eine teilweise gemeinsame Geschichte bzw. Unternehmensentwicklung in den ersten Jahrzehnten des letzten Jahrhunderts gekennzeichnet, wodurch sich auch die Ähnlichkeiten der Ratingsysteme erklären. Die Entwicklung der Ratingagenturen ist eng verknüpft mit der Disintermediationstendenz der Unternehmensfinanzierung. Mit der verstärkten Wahrnehmung von Kreditrisiken ab 1970 steigerte sich auch das Geschäft der Agenturen. 1976 beschäftigte S&P 30 Angestellte, im Jahr 1987 waren es bereits 225 Mitarbeiter. Heute sind ungefähr 1'000 Analysten (zuzüglich weiterer Mitarbeiter) beschäftigt (vgl. ESTRELLA ET AL. 2000, S. 23f.).

Erst in den siebziger Jahren begannen die Agenturen auch Ratinggebühren auf Emittentenseite zu erheben. Der Konkurs von Penn Central Railway im Jahr 1970 war der Anlaß für Reformen durch die amerikanische Wertpapierbehörde SEC (Securities Exchange Commission). Sie führte 1975 den Status einer National Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) ein, der nur wenigen ausgesuchten Agenturen verliehen wurde. Ratings von NRSRO-Agenturen wurden in den Folgejahren verstärkt zur regulatorischen Nutzung herangezogen (wie z.B. Genehmigungserleichterungen für Bonds mit Ratings oder Kapitalreduktionen für Handelsportfolios von Brokern). FIGHT (2001, S. 7) argumentiert, daß durch den NRSRO-Status Ratings zur De-facto-Voraussetzung für emissionswillige Unternehmen wurden.

Seit Mitte der siebziger Jahre nahmen die internationalen Aktivitäten der Agenturen zu; zuvor war Rating eine ausschließlich nordamerikanische Angelegenheit. Die Gründe lagen im zunehmenden Emissionsvolumen von ausländischen Schuldern auf dem US-Finanzmarkt und im Euromarkt. Die relativ späte Internationalisierung beschleunigte sich ab Ende der achtziger Jahre. In den wichtigsten Industriestaaten wurden von den großen Agenturen Niederlassungen gegründet sowie zahlreiche einheimische Ratingagenturen aufgekauft. Der Bedarf wuchs auch durch die Liberalisierung der Wertpapiermärkte, die teilweise zuvor eine Genehmigungspflicht für Emissionen kannten. Neugegründete Agenturen wurden meist relativ rasch durch die großen etablierten Agenturen übernommen oder mußten ihren Betrieb einstellen. Ab den achtziger Jahren verschärfte sich die Wettbewerbssituation für die beiden großen Agenturen, da Duff & Phelps (DCR) und Fitch in den Markt einstiegen bzw. ihre relativ kleinen Geschäfte stark vergrößerten. Bestimmte Segmente wie z.B. ABS-Ratings waren durch den Wettbewerb der neuen Agenturen kompetitiver geworden. Die kleineren Agenturen konnten Marktanteile gewinnen, wobei dies durch das starke Gesamtwachstum des Marktes weniger zu Lasten der etablierten Agenturen ging. BÄR (1997, S. 257ff.) stellt die These auf, daß bei ABS-Transaktionen bei den kleineren und jüngeren Agenturen Fitch und DCR ein großer Unterschied bezüglich Offenheit und Informationspolitik im Vergleich zu den älteren Agenturen

⁶ Vgl. im folgenden zur geschichtlichen Entwicklung CANTOR/PACKER 1994, PARTNOY 1999, S. 637ff., FIGHT 2001, S. 6ff., HOFFMANN 1991, S. 24ff. und S. 141ff. für eine Übersichtstafel und EVERLING 1991, S. 74ff.

festzustellen gewesen sei. Nach Interviewaussagen bei BÄR löste im ABS-Geschäft der Markteintritt von DCR und Fitch durchweg positive Reaktionen aus. Der Wettbewerb hätte zu einer vermehrten Kundenorientierung und einer damit einhergehenden offeneren Informationspolitik geführt. In Großbritannien baute MONRO-DAVIES ab 1978 die Ratingagentur IBCA (die heutige Fitch Ratings) auf. Zu diesem Zweck akquirierte er eine Reihe von Ratingagenturen, so daß sich Fitch Ratings als dritte Kraft erfolgreich etablieren konnte. Meilensteine in den letzten Jahren waren dazu die Übernahme der alteingesessenen Agentur Fitch 1997 und im Jahr 2000 die Akquisitionen von Duff & Phelps und Thomson BankWatch.

4. Wachstumstreiber der Nachfrage nach Credit Ratings und erwartete zukünftige Entwicklung

4.1 Wachstumstreiber der Nachfrage (allgemein)

Wichtiger als historische Beschreibungen ist die Analyse der Wachstumstreiber der Nachfrage nach Credit Ratings. EVERLING (1991, S. 62ff.) bezeichnet die folgenden Faktoren als maßgeblich für die Entwicklung des Marktvolumens für Credit Ratings: (1) Insolvenzhäufigkeit, (2) Integration der Finanzmärkte, (3) Internationalisierung, (4) Securitization, (5) Disintermediation, (6) Deregulierung und Liberalisierung, (7) Finanzinnovationen sowie (8) technische Neuerungen. Den Ausführungen von EVERLING können die folgenden Analysen als Thesen hinzugefügt werden:

- Bei den erfolgreichen Agenturen stammten die Erlöse zuerst aus dem Verkauf von Subskriptionen an Investoren. Erst Anfang der siebziger Jahre begann die Erhebung von Ratinggebühren bei den Emittenten. Diese Erlöse betragen heute rund 90% der gesamten Umsätze der US-Agenturen. Der Kreditausfall von Commercial Paper der Firma Penn Central im Jahr 1970 wirkte katalysatorisch bei der Einführung von Ratinggebühren auf Emittentenseite (vgl. CANTOR/PACKER 1994). CANTOR/PACKER argumentieren, daß in den sechziger Jahren der Commercial Paper-Markt stark wuchs, wobei die Kreditrisiken durch die Investoren vernachlässigt wurden. „Namelending“ ohne sorgfältige Kreditanalyse war anscheinend üblich. Durch den Default von Penn Central nahmen die Anleger die Kreditrisiken wieder stärker wahr. Als Folge schrumpfte der Markt für Commercial Papers, und das Rolling-over von Commercial Papers war für viele Gesellschaften erschwert. Für Unternehmen bestand deshalb die Gefahr einer Liquiditätskrise; einige Firmen mußten aufgrund dieser Probleme die Zahlungsunfähigkeit erklären. Um die nervösen Investoren zu beruhigen, etablierte sich die Marktpraxis, mindestens ein Rating vorweisen zu können. Dies war nach Darstellung von CANTOR/PACKER die Gelegenheit für Fitch und Moody's (sowie S&P einige Jahre später), erstmals Emittentengebühren durchzusetzen.
- Abgeleitet aus dieser Entwicklung könnte man die These aufstellen, daß die Wahrnehmung von Kreditrisiken wichtig für die Nachfrage von Ratings war. In Boomzeiten sind typischerweise relativ wenig Firmenausfälle zu verzeichnen; spektakuläre Ausfälle schärfen das Risikobewußtsein der Investoren. EVERLING (1991, S. 79) bezeichnet z.B. die große Depression in den dreißiger Jahren als Katalysator für die Entwicklung des Ratings.

- Regionale Ratingagenturen („domestic players“) wurden häufig durch die beiden Marktführer aufgekauft. Ähnlich aktiv waren IBCA, Fitch und auch DCR. Die Einstellung zeigt ein Zitat von MONRO-DAVIES, Chief Executive Officer der damals als FitchIBCA bekannten Ratingagentur, während einer Ratingkonferenz in Mainz im Jahr 2000: „*I wish them [den neuen Mittelstands-Ratingagenturen] good luck. If they ever get successful I will be happy to buy them*“ (persönliche Teilnahme).
- Das Wachstum in den USA hängt auch mit der ausgeweiteten regulatorischen Nutzung zusammen. Die gesetzlichen Wertpapier-Regelungen in den USA nach dem Börsenkrach 1929, der einer tiefen Depression vorausging, waren wichtig für die endgültige Etablierung und Expansion von Ratings (vgl. HOFFMANN 1991, S. 27).

4.2 Wachstumstreiber der Nachfrage in den neunziger Jahren

Auch in den letzten zehn Jahren wuchs die Ratingbranche mit zweistelligen jährlichen Zuwachsraten. Moody's Umsätze nahmen von 1990 – 2000 um durchschnittlich rund 15% pro Jahr zu. Dabei konnte die hohe Profitabilität gehalten werden. Folgende Hauptfaktoren können für das Wachstum des Marktvolumens für Credit Ratings in den letzten Jahren verantwortlich gemacht werden:

- **Fortgesetztes Wachstum des Bondemissionsvolumens in den USA:** In den USA betrug im Juli 2001 das ausstehende Commercial-Paper-Volumen 1'454 Mrd. US-\$. Dies ist beinahe eine Verdreifachung gegenüber Januar 1991 mit 571 Mrd. US-\$ (vgl. FEDERAL RESERVE 2001b). Auch in den anderen Bondsegmenten war eine starke Steigerung des Emissionsvolumens festzustellen. Dies kann als wesentlicher Faktor für das Wachstum der Ratingagenturen gelten.
- **Internationalisierung und Kapitalmarktentwicklung in anderen Ländern:** In den letzten fünf Jahren nahm der internationale Anteil der Umsätze weiter zu. Moody's verzeichnete eine Ausweitung des Anteils der internationalen Umsatzerlöse von 18% auf 30% (inklusive Structured Finance, vgl. MOODY'S CORPORATION 2001 und 2002b, S. 45). Um mit dem starken Wachstum in Europa mithalten zu können, wurde die Anzahl der Analysten in Europa stark erhöht (vgl. z.B. BEST 2001). Durch die Einführung des Euro wird über das Wachstum des bislang relativ kleinen Corporate Bond Marktes in Europa eine anhaltende Expansion erwartet (1995 betrug das Volumen von Industrie- und Handelsunternehmensanleihen in Europa 279 Mrd. US-\$, im Jahr 2000 waren es bereits 708 Mrd. US-\$)⁷. Es stellt sich für die Agenturen die Frage, wie sie dieses starke internationale Wachstum verkraften können, ohne die Einheitlichkeit der Ratingvergabe zu gefährden.
- **Securitization bzw. komplexere Transaktionen:** Von Erlösen in Höhe von ungefähr 60 Mio. US-\$ mit Structured Finance-Ratings bei Moody's im Jahr 1996 stiegen derartige Erlöse auf 274 Mio. US-\$ im Jahr 2001 (vgl. MOODY'S CORPORATION 2001 und 2002b, S. 45, und eigene Schätzungen). Dabei weitete sich der Anteil am Gesamtumsatz von 17% auf 34% aus. Vom zunehmenden Securitization-Trend profitierten im besonderen Maße FitchIBCA und DCR.

⁷ Vgl. BIS STUDY GROUP ON FIXED INCOME MARKETS 2001, S. 11.

- **Wachstum der Risikomanagementdienstleistungen:** Neben Research and Opinion-Produkten ist die Beratung im Kreditrisikomanagement ein stark wachsendes Geschäftsfeld. Moody's investiert zurzeit große Summen in dem Ausbau seiner Datenbanken, Methodologien und Softwareprodukten auf einer weltweiten Basis. Im Februar 2002 wurde z.B. der Wettbewerber KVM für rund 210 Mio. US-\$ erworben (vgl. KVM 2002).
- **Ausweitung der regulatorischen Verwendung von Ratings:** Für eine starke Ausweitung der regulatorischen Verwendung war vor allem Rule 2a-7 für US-Money Market Funds verantwortlich, die ab 1991 bestimmte Portfolioanteils Grenzen für Commercial Paper abhängig vom (kurzfristigen) Rating forderte (siehe dazu SEC 2001b). PARTNOY (1999, S. 682ff.) dokumentiert die in den letzten Jahren stark gewachsene Bedeutung in vielen Bereichen der amerikanischen Regulierungspraxis.⁸ Auch international kam es im Rahmen des Market Risk Amendments der BIS-Bankregulierung 1996 in vielen Ländern zu einer erstmaligen Anerkennung von Ratings.
- **Trend zu multiplen Ratings:** Es ist zunehmend üblich geworden, sich von mehreren Agenturen beurteilen zu lassen. Bei der jährlichen CANTWELL-Umfrage von 1998 gaben 95% an, von mindestens zwei Agenturen bewertet zu sein, 55% wurden sogar von mehr als zwei Agenturen geratet (vgl. CANTWELL & COMPANY 1999, S. 6). Konkret heißt dies, daß neben den Ratings von S&P und Moody's aufgrund deren Politik, alle Emissionen in den wichtigsten Märkten zu bewerten, es von den Firmen als vorteilhaft angesehen wird, ein oder zwei weitere Ratings in Auftrag zu geben.
- **Einführung neuer Produkte:** Die Agenturen führten in den letzten Jahren eine Reihe von neuen Produkten ein, wie z.B. Rating von Fonds, Volatilitäts-Ratings von Finanzinstrumenten, Rating von Kreditderivaten etc. Dies ist teilweise eine Reaktion auf die zunehmende Komplexität innovativer Finanzinstrumente. Darüber hinaus wurden im Zeitraum 1995 – 2000 von S&P 1'250 Bankloan Ratings für syndizierte Kredite erstellt sowie 220 Project Finance Ratings durchgeführt (vgl. THE MCGRAW-HILL COMPANIES 2001, S. 429). Beide Ratingprodukte wurden erstmals 1995 angeboten.

4.3 Künftige Wachstumsfaktoren

Künftige Wachstumspotentiale werden vor allem im internationalen Geschäft (europäische und internationale Bondmärkte in Verbindung mit einer Zunahme des lokal und weltweit zu investierenden Kapitals) sowie bei Ratings von komplexen Produkten und Risikomanagementdienstleistungen erwartet. Bei einem Vergleich der relativen Marktabdeckung zeigt sich die hohe Marktdurchdringung bei größeren Firmen in den USA und die sehr niedrige Marktdurchdringung in Europa. Das Potential in Deutschland und der Schweiz ist auch bei den größeren Betrieben noch sehr hoch. Für die Agenturen ist deshalb – regional gesehen – Europa der wichtigste Wachstumsmarkt.

⁸ Mit einer Zählung aller Dokumente zur US-Regulierung, in denen der Begriff NRSRO enthalten ist, will PARTNOY die stark steigende Abstützung regulatorischer Maßnahmen auf private Ratings belegen. BSPW. nahm von 1980 die Anzahl der Dokumente im Rahmen der Wertpapierregulierung von 66 auf 1'106 im Jahre 1998 zu (vgl. PARTNOY 1999, S. 692ff.). Bei der Regulierung der Pensionskassen von 8 auf 457, im Bankenbereich von 6 auf 395, im Immobilienbereich von 8 auf 417 und im Versicherungsbereich von 0 auf 22. Kritisch sollte bemerkt werden, daß eine Erwähnung in den Dokumenten wenig über den Inhalt aussagt. Es ist anzunehmen, daß viele Verweise eher irrelevanter Natur sind.

Corporate Ratings	Total (nach Abzug der Mehrfachratings)	Anzahl der Firmen > 500 Mio. US-\$ Umsatz	In Prozent aller Firmen > 500 Mio. US-\$ Umsatz	Anzahl der Firmen > 250 Mio. US-\$ Umsatz	In Prozent aller Firmen > 250 Mio. US-\$ Umsatz
U.S.A.	3'297	4'819	68%	9'035	36%
Schweiz	(11 – 24)	252	min. 4%	450	min. 2%
Deutschland	18	1'100	2%	2'101	1%

Tabelle 4: Relative Marktabdeckung im Marktsegment der „Corporate Ratings“ im Januar 2000 (Quelle der Daten: ESTRELLA ET AL. 2000, S. 39, basierend auf Daten von DCR, der Financial Times und Dun & Bradstreet).

In Amerika bestehen für die Agenturen verhältnismäßig geringe Wachstumspotentiale, während in Europa die Wachstumsgeschwindigkeit die Agenturen an ihre Grenzen stoßen läßt (vgl. die Berichterstattung in der Finanzpresse wie z.B. BEST 2001). Auch durch Basel II und den Wandel in der Finanzbranche wird ein weiter fortschreitendes starkes Wachstum erwartet.

Im folgenden Abschnitt werden Thesen für den Erfolg in der Ratingbranche entwickelt und plausibilisiert.

5. Ökonomische Analyse des Erfolges in der Ratingbranche

Die bisherigen Ausführungen zur Ratingbranche zeigen, daß es sich um eine sehr attraktive Branche mit hohen Gewinnmargen und hohen Wachstumsaussichten handelt. Dies gilt jedoch nur für etablierte Agenturen. Zwei *Markteintrittsbarrieren* könnten primär für die hohe Rentabilität verantwortlich sein, nämlich die Schwierigkeit, Lösungen für die diskutierten Probleme der Qualitätsunsicherheit und Moral Hazard aufzubauen (wie z.B. Reputation), sowie die Anerkennung durch die US-Wertpapieraufsicht SEC (in Verbindung mit der erweiterten regulativen Nutzung von Ratings seit 1975). Diese mutmaßlichen Erfolgsfaktoren werden im folgenden plausibilisiert. Dazu werden zuerst eine Reihe von erfolgreichen und erfolglosen Markteintritten untersucht (siehe Abschnitt 5.1). Anschließend wird die Relevanz der vermutlichen Erfolgsfaktoren Reputation und regulatorische Nutzung diskutiert (Abschnitt 5.2 und 5.3).

5.1 Eine Auswahl von erfolgreichen und erfolglosen Markteintritten

Die Markteintritte der deutschen Projektgesellschaft Rating, der japanischen Agentur JCR und der britischen IBCA werden im folgenden als Auswahl erfolgreicher und erfolgloser Markteintritte untersucht. Danach werden zur Abrundung die historischen Wettbewerbspositionierungen von weiteren Agenturen in einer Übersicht zusammengestellt.

- **Projektgesellschaft Rating in Deutschland: 1988 – 1993**

Die Projektgesellschaft Rating zum Aufbau einer europäischen Alternative zu den amerikanischen Agenturen wurde 1988 unter Federführung der Deutschen Bank und der Börsenzeitung gegründet (vgl. im folgenden KNIESE 1996, S. 95ff.). Oliver Everling wurde zu

einem der beiden Geschäftsführer der Gesellschaft bestellt. Ein Anlaß für die Gründung war der Wegfall der behördlichen Genehmigungspflicht von Kapitalmarktemissionen in Deutschland. Gegenüber den amerikanischen Ratingagenturen sollte die Agentur vor allem den Vorteil einer größeren Kundennähe ausspielen. Die Ratingsysteme der amerikanischen Agenturen waren damals primär auf amerikanische Unternehmen zugeschnitten. Das von Kritikern bemängelte Beharren auf den amerikanischen Vorgaben erzeugte bei vielen deutschen und europäischen Unternehmen Abwehrreaktionen. 1991 eröffneten die US-Agenturen Moody's und S&P Büros in Frankfurt, was als Reaktion auf die Projektgesellschaft Rating gewertet werden könnte. Die Projektgesellschaft ging anscheinend mittelfristig von 250 möglichen Emittenten und damit potentiellen Kunden aus, wobei der deutsche Markt als zu klein eingeschätzt wurde. Der Finanzbedarf wurde auf etwa 100 Mio. DM geschätzt (vgl. KNEISE 1996, S. 99). Nach erfolglosen Kooperationsplänen mit anderen europäischen Ratingagenturen und dem Rückzug des zuletzt maßgeblich beteiligten Medienunternehmens Bertelsmann wurde die Projektgesellschaft Rating im Jahr 1993 aufgelöst. KNEISE (1996, S. 109) und EVERLING (1996b) führen den Projektabbruch letztendlich auf das grundsätzliche Dilemma für neue Agenturen zurück: eine neue Agentur kann noch keinen Nachweis erbringen, daß ihre Ratings zuverlässig sind. Die Folge ist, daß Anleger beurteilte Emissionen nicht mit einer Transparenzprämie honorieren. Dies wiederum hat zur Konsequenz, daß für die beurteilten Unternehmen kein Nutzen durch ein Rating sichtbar wird. Der Kundenstamm einer Agentur bleibt auf diese Weise klein. Dies wiederum erschwert den Aufbau eines Track Records, der notwendig wäre, um die Anleger von der Ratinggüte zu überzeugen. Eine Agentur muß deshalb mit einer langen Anlaufphase rechnen. Die Finanzierung dieser langen Anlaufphase ist somit das Hauptproblem, selbst wenn von Anfang an eine hohe Ratingqualität erreicht würde.

- **Japan Credit Rating Agency (seit 1985)**

Die Japan Credit Rating Agency Ltd. (JCR) wurde 1985 durch prominente japanische institutionelle Anleger gegründet (vgl. im folgenden JCR 2001 und FIGHT 2001, S. 84ff.). Hintergrund war die Absicht, eine einheimische Alternative zu den amerikanischen Agenturen anbieten zu können, die besser über die lokalen Verhältnisse und Sensibilitäten informiert wäre. Kritischer formuliert könnte man als entscheidenden Impuls für die Gründung die Überlegungen des japanischen Finanzministeriums (und die spätere Einführung von Mindestratings)⁹ nennen, ein Rating als Voraussetzung von Emissionen vorzuschreiben (vgl. EVERLING 1991, S. 88). Neben JCR wurden weitere Agenturen zum damaligen Zeitpunkt gegründet, die heute noch existieren. 1999 wurden 600 Emittenten von der Agentur beurteilt (fast 1'200 Emissionen). Die Agentur bzw. die Ratingqualität der Agentur ist nicht unumstritten. Eigentümer von JCR sind wichtige Versicherer und Banken. Diese sind gleichzeitig Abonnenten der JCR-Research-Produkte. Die Finanzierung erfolgt hauptsächlich durch Ratinggebühren. JCR veröffentlicht auch unbeauftragte Ratings, die mit einem „p“ gekennzeichnet werden.

Alles in allem kann man die staatlichen Ratingvorschriften als wesentlichen Erfolgsfaktor für die Agentur kennzeichnen. Dafür spricht bspw., daß die Agentur im Jahr 1989 – also nur wenige Jahre nach der Gründung – bereits 54 Personen beschäftigte, und diese Anzahl nur auf 74 Beschäftigte im Jahr 2000 anwuchs (vgl. ESTRELLA ET AL. 2000, S. 23f.). Trotz der zweifellos

⁹ Die entsprechende Vorschrift eines Mindestratings von BBB- wurde erst 1996 aufgehoben (vgl. PACKER/REYNOLDS 1997, S. 2).

vorhandenen Skaleneffekte legt dieses Wachstumsmuster im Vergleich zu anderen Agenturen wie der nachfolgend beschriebenen IBCA eine Dominanz der regulatorischen Nachfrage nahe.

- **Markteintritt IBCA und nachfolgender Aufstieg zur dritten Wettbewerbskraft (Fitch Ratings): ab 1978**

In den siebziger Jahren war Monro-Davies Joint Managing Director eines US-Brokerageunternehmens, das sich auf Research über Banken und Versicherungen spezialisiert hatte (u.a. mit der Weltbank als Kunden).¹⁰ Die Tochter IBCA, die International Bank Credit Analysis Ltd., wurde 1978 gegründet, um auf nicht-amerikanische Banken spezialisiertes Credit Research zu verkaufen. Ab 1985 wurden auch Ratings für US-Banken durchgeführt. In den achtziger Jahren wurden hauptsächlich Bankanalysen angefertigt, erst ab 1987 auch Analysen von Industrieunternehmen. 1989 wurden einem Abonnenten für den gesamten Service der Agentur 15'000 US-\$ berechnet, ein Kurzbericht über eine einzelne Bank kostete 60 US-\$. Über 300 Bankratings waren zum damaligen Zeitpunkt vergeben worden. IBCA hatte zu diesem Zeitpunkt mehr als 500 Abonnenten. Davon waren 56% Banken, 14% waren Investmenthäuser und Money Manager. Vier Jahre zuvor (1985) zählten vorwiegend amerikanische Banken zum Abonnentenstamm. Die große Mehrheit der Einnahmen stammte von Abonentenseite, EVERLING (1989a) zufolge wurden 1989 nur von 25 beurteilten europäischen Emittenten zusätzliche Ratinggebühren gezahlt. Es waren zum damaligen Zeitpunkt 22 Analysten und 7 Direktoren beschäftigt. IBCA befand sich ab den späten achtziger Jahren vollständig im Eigentum von Monro-Davies und anderen Managern, die die Mehrheit 1992 an den finanzstarken französischen Mischkonzern Fimalac S.A. veräußerten. Es folgte eine Fusion mit Euronotation, eine in Frankreich tätige Ratingagentur, deren Management und Beschäftigte rasch durch in London domizilierte Personen ausgetauscht wurden. Durch Euronotation kamen vor allem neue Kundenbeziehungen hinzu; die Ratings wurden in London durchgeführt. Im Jahr 1994 wurden 65 Mitarbeiter beschäftigt, ein Jahr später waren es 123 Mitarbeiter, im Jahre 1996 waren 162 Beschäftigte zu verzeichnen. Der Umsatz betrug 1996 rund 19 Mio. € mit einer EBIT-Marge von rund 22%. IBCA („*basically an amalgam of French money and British know-how*“, wie FIGHT 2001, S. 45, die Agentur bezeichnete) erwarb 1997 für 175 Mio. US-\$ die amerikanische Ratingagentur Fitch, die einen NRSRO-Status besaß, den IBCA jahrelang weder durch offizielle noch inoffizielle Bemühungen erlangen konnte. Bis zu diesem Zeitpunkt besaß IBCA nur eine auf Bankratings beschränkte NRSRO-Zulassung. 1997 erzielten IBCA und Fitch zusammen mit rund 550 Angestellten einen Umsatz von 105 Mio. US-\$. Im Jahr 2000 wurde die nächstgrößere Agentur DCR (1999 mit 360 Beschäftigten) für rund 528 Mio. US-\$ übernommen, bald darauf die auf Banken spezialisierte deutlich kleinere Thomson BankWatch (TBW) für rund 50 Mio. US-\$.

Welche Erkenntnisse kann man aus dem erfolgreichen Markteintritt ziehen?

- **Nützlichkeit des Einsatzes von unbeauftragten Ratings:** Interessant ist in diesem Zusammenhang die Aussage von Monro-Davies (1996, S. 179), daß ohne unbeauftragte Ratings die Markteintrittsbarrieren in den Ratingmarkt fast unüberwindbar seien. Die CANTWELL-Umfrage von 1998 zeigt, daß relativ viele Firmen und Banken von der

¹⁰ Vgl. zum folgenden Abschnitt FIGHT 2001, S. 45ff., MONRO-DAVIES 2000, EVERLING 1989a sowie FIMALAC 1997, 1998, 1999 und 2000.

damaligen FitchIBCA unbeauftragt beurteilt worden waren (vgl. CANTWELL & COMPANY 1999, S. 8).

- **Notwendigkeit genügender finanzieller Ressourcen und ein sehr langfristiger Horizont:** Die Anbindung an einen finanzstarken Konzern ermöglichte in der späteren Entwicklung größere Akquisitionen, die auch die Anerkennung ermöglichten.
- **Sicherung von Glaubwürdigkeit und Akzeptanz durch die Tätigkeit im Emittentenauftrag in den Anfangsjahren:** Über ein Jahrzehnt wurden keine Emittentengebühren erhoben.
- **Nützlichkeit der Spezialisierung:** In den Anfangsjahren konzentrierte sich IBCA auf Bankratings und später auf Structured-Finance-Ratings insbesondere durch die Übernahmen von Fitch und DCR. EVERLING (1996b, S. 10) führt den Erfolg von IBCA auch darauf zurück, daß die Gesellschaft die Tätigkeit zu einem Zeitpunkt aufnahm (1978), als die US-Agenturen noch sehr geringe Kenntnisse über die europäischen Marktverhältnisse und europäischen Firmen hatten. Somit konnte IBCA einen Informationsmehrwert für amerikanische Investoren schaffen, die Anlagemöglichkeiten in Europa suchten. Die Differenzierung bzw. die Besetzung dieser Nische dürfte aus strategischer Sicht wichtig gewesen sein. Fitch Ratings ist ein anschauliches Beispiel für die vertretene These der Bedeutung von Differenzierung (bzw. Segmentierung/Spezialisierung).

Im folgenden soll eine tabellarische Übersicht über weitere Wettbewerber die Analyse abrunden.

• **Kurzübersicht über die Unternehmensentwicklung anderer Agenturen**

	Interessante Aspekte der Unternehmensentwicklung	Erlösstruktur
Fitch Investors Service (alt) <ul style="list-style-type: none"> ▪ Tätigkeit ab den 20'ern, ▪ 1997 von IBCA übernommen. ▪ (vgl. EVERLING 1989c, FIMALAC 1997, CANTOR/ PACKER 1994, GUTNER 1992). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ab 1975 SEC-anerkannt (neben S&P und Moody's die dritte Agentur, die sofort anerkannt wurde). ▪ 1989 fehlgeschlagene Internationalisierung und darauf folgende Rekapitalisierung (angeblich kurz vor dem Bankrott). ▪ 1989: Management-Buyout: neuer CEO von S&P, Abwerbung vieler Analysten und leitender Angestellter von den beiden marktführenden Agenturen, Kaufpreis rd. 11 Mio. US-\$. ▪ Keine unbeauftragten Ratings. ▪ 1997 übernommen von IBCA für 175 Mio. US-\$. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1989: rd. 3 Mio. US-\$ Erlöse zum Zeitpunkt des Management-Buyouts. <ul style="list-style-type: none"> - rd. 90% der Erlöse von Emittentenseite (1'000 – 100'000 US-\$ Gebühren) - 40 Beschäftigte. ▪ 1993/94: 200+ Beschäftigte. ▪ 1996: über 60 Mio. US-\$ Erlöse. ▪ 1997: 370 Angestellte.
McCarthy, Crisanti & Maffei MCM <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1975 gegründet, ▪ 1991 von DCR übernommen. ▪ (vgl. EVERLING 1990d, CANTOR/PACKER 1994). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1975 gegründet von drei Analysten der Research-Abteilung von Paine Webber. ▪ 1983 von der SEC anerkannt. ▪ 1985 Verkauf an Xerox Financial Services. ▪ 1991 von DCR übernommen. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nur Verkauf von Subskriptionen, keine Emittentengebühren. ▪ 1990: 1'400 Abonnenten, insgesamt inkl. aller elektronischen Medien mehr als 10'000 Kunden. ▪ 1990: 70 Mitarbeiter, die meisten waren mit elektronischen Informationsdiensten befaßt (Zinsen, Unternehmen, Währungen). ▪ 1990: Gesamtabonnement für 28'000 US-\$.
Duff & Phelps DCR <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1932 gegründet, ▪ 1980: Einstieg in den Ratingmarkt, ▪ 2000 von FitchIBCA übernommen. ▪ (vgl. EVERLING 1990b, CANTOR/PACKER 1994, DCR 2000, JEWELL/ LIVINGSTON 2000, FIMALAC 2001). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1932 mit Ziel eines Informationsdienstes für institutionelle Anleger über gefährdete Versorgungsunternehmen gegründet. ▪ Ab 1945 auch Analysen von Industriefirmen. ▪ Ab 1980 Ratings von Anleihen gegen eine Gebühr auf Emittentenseite (offizieller Einstieg ins Credit Ratinggeschäft). ▪ Ab 1982 SEC-anerkannt. ▪ Management-Buyout. ▪ Übernahme von McCarthy, Crisanti & Maffei MCM im Jahr 1991. ▪ Goodwillverbuchung in Höhe von 512 Mio. US-\$ beim Käufer FitchIBCA. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1989: rd. 10 Mio. US-\$ Erlöse, Ratinggebühren ab 10'000 US-\$ (Minimum): Prozentsatz des Emissionsvolumens, 1'600 Subskriptionen im Commercial Paper-Researchbereich, 600 im Langfristbereich. ▪ 1991: Marktanteil: 12% aller Straight-Bond-Emittenten in den USA hatten ein DCR-Rating. ▪ 1993/94: 160 Beschäftigte. ▪ 1995: rd. 46 Mio. US-\$ Erlöse. ▪ 1997: Marktanteil: 24% aller Straight-Bond-Emittenten in den USA hatten ein DCR-Rating. ▪ 1999: rd. 92 Mio. US-\$ Erlöse <ul style="list-style-type: none"> - 51% Structured Finance-Emittentengebühren, - 3% Erlöse Research/Abonnenten, - 361 Mitarbeiter, - Operative Gewinnmarge: 36%.
Mikuni <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1975 gegründet. ▪ (vgl. EVERLING 1990a und MIKUNI 2001). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1975 von einem Wertpapieranalysten gegründet. ▪ Credit Ratings seit 1983. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1990: 3'600 US-\$ Subskriptionsgebühr, wöchentliche Informationen. ▪ 2001: 5'000 US-\$ oder 630'000 ¥ Subskriptionsgebühr. ▪ 1990: 25 Beschäftigte.
Dominion Bond Rating Agency <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1976 gegründet. ▪ (vgl. EVERLING 1989b, ESTRELLA ET AL. 2000, S. 23f. und SCHROEDER 2001). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1976 von einem ehemaligen Kreditanalysten (von einer Brokerage-Firma) gegründet. ▪ Nutzte Marktlücke bei kanadischen Commercial Papers. ▪ Beginn mit unbeauftragten Ratings. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1989: 260 langfristige, 250 kurzfristige Ratings. Gebühren zw. 5 – 7'500 Can-\$ (Erstratings höher). Subskriptionen: Kurzfristbereich: 400 x 900 Can-\$, Langfristbereich: 400 x 350 Can-\$. Vorwiegend kanadische Investoren als Abonnenten. 7 Analysten. ▪ 2000: 30 Beschäftigte, > 500 Ratings.
Euronotation France <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1990 gegründet. ▪ 1992 von IBCA übernommen. ▪ (vgl. EVERLING 1990c und FIMALAC 1997). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Anlaß der Gründung war die Übernahme der bislang einzigen französischen Agentur ADEF durch S&P. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Emittentengebühren.

Tabelle 5: Überblick über die Unternehmensentwicklung anderer Agenturen.

Die Positionierung der einzelnen Agenturen im Wettbewerb, die sich auf Berichte von unterschiedlichen Autoren in Fachartikeln und Presseberichten stützt, ist in der folgenden Auswertung zu sehen. Teilweise waren die Informationen nicht aussagekräftig genug für tiefergehende Analysen; aus diesem Grund wird nicht weiter auf die Einzelfälle eingegangen. Ziel ist nur die Plausibilisierung der Hypothesen für den Erfolg im Wettbewerb.

Positionierung im Wettbewerb	
<p>Fitch Investors Service (alt)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Tätigkeit ab den 20'ern, ▪ 1997 von IBCA übernommen. ▪ (vgl. generell EVERLING 1989c, FIMALAC 1997, CANTOR/PACKER 1994, GUTNER 1992). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Stärken bei/strategischer Fokus auf Structured-Finance-Ratings in den neunziger Jahren, deshalb fiel der von der Agentur beurteilte Anteil aller US-Straight-Bonds von 16% des Ratinguniversums im Januar 1991 auf rd. 10% im März 1997 (vgl. JEWELL/LIVINGSTON 2000, S. 72). Alternativer Grund: „broader name recognition“ der zwei größten US-Agenturen, insbesondere in den entwickelten Segmenten (vgl. REINEBACH 1998). ▪ Geringere Ratinggebühren. ▪ Größere Kundenorientierung (vgl. BÄR 1997, S. 257ff.). ▪ Abwerbung von Spitzenkräften im großen Stil von den beiden großen Wettbewerbern (nach dem Management-Buyout von 1989). ▪ Teilweise geringeres bzw. anderes Anforderungsniveau bei MBS/ABS-Ratings (vgl. dazu CANTOR/PACKER 1994). ▪ Verwendung von Ratings in der US-Finanzmarktregulierung (ab 1975 verstärkte Nutzung, gehörte zu den ersten Agenturen im Jahr 1975, die als NRSRO anerkannt wurden). ▪ Ab den neunziger Jahren nur noch beauftragte Ratings. ▪ Trend zu multiplen Ratings. Teilweise „tie-breaker“ bei Split Ratings der marktführenden Agenturen (vgl. JEWELL/LIVINGSTON 1999).
<p>McCarthy, Crisanti & Maffei MCM</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1975 gegründet, ▪ 1991 von DCR übernommen. ▪ (vgl. generell EVERLING 1990d, CANTOR/PACKER 1994). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Verwendung von Ratings in der US-Finanzmarktregulierung (ab 1983 anerkannt). ▪ Stärkere Bedeutung von anderen Informationsdiensten im Vergleich zu Credit Ratings innerhalb der Agentur. ▪ Erlöse nur aus Subskriptionen.
<p>Duff & Phelps DCR</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1932 gegründet, ▪ 1980: Einstieg in den Ratingmarkt, ▪ 2000 von Fitch-IBCA übernommen. ▪ (vgl. generell EVERLING 1990b, CANTOR/PACKER 1994, DCR 2000, FIMALAC 2001). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Stärken bei Structured-Finance-Ratings (knapp > 50%). Ein Grund: „broader name recognition“ der zwei größten US-Agenturen, insbesondere in den entwickelten Segmenten (vgl. REINEBACH 1998). ▪ Verwendung von Rating in der US-Finanzmarktregulierung (ab 1982 von der SEC anerkannt). ▪ Bessere Kundenbetreuung und Beratung, größere Kundenorientierung (vgl. die Emittentenumfrage im Jahr 1998 von CANTWELL & COMPANY 1999, S. 12). ▪ Teilweise geringeres bzw. anderes Anforderungsniveau bei MBS/ABS-Ratings (vgl. dazu CANTOR/PACKER 1994). ▪ Unbeauftragte Ratings bis 1990. Ab den neunziger Jahren nur noch Solicited Ratings. ▪ Geringere Ratinggebühren. ▪ Teilweise „tie-breaker“ bei Split Ratings der marktführenden Agenturen (vgl. JEWELL/LIVINGSTON 2000).
<p>Mikuni</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1975 gegründet. ▪ (vgl. EVERLING 1990a und MIKUNI 2001). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Spezialisierung auf japanische Emittenten. ▪ Nicht durch die offiziellen Stellen in Japan anerkannt (dafür in anderen Ländern, u.a. der Schweiz). ▪ Nur Ratings im Investorenauftrag, keine Ratinggebühren, nur Erlöse aus Abonnements. ▪ Keine Managementgespräche, nur öffentliche Informationen. ▪ Vollständige Marktabdeckung in Japan. ▪ Nutzen vor allem für institutionelle Anleger im Ausland, die in ihren Reglementen an Ratingvorschriften gebunden sind, bzw. Informationen suchen. ▪ 1990: nur englische Publikationen, Fokus auf internationale Investoren. ▪ Distribution: nur gedruckte Publikationen.
<p>Dominion Bond Rating Agency</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 1976 gegründet. ▪ (vgl. EVERLING 1989b, ESTRELLA ET AL. 2000, S. 23f. und SCHROEDER 2001). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Spezialisierung auf kanadische Emittenten, dort vollständige Marktabdeckung. ▪ 1989: breitere Marktabdeckung in Kanada als die US-Agenturen: alle kanadischen Emittenten. ▪ Beginn mit unbeauftragten Ratings (vgl. SCHROEDER 2001). ▪ Distribution auch über Bloomberg. ▪ Ergänzende Angebote (z.B. Industriestudien, Analystenkontakt).
<p>Euronotation France</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ (vgl. EVERLING 1990c und FIMALAC 1997). 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ratingvorschrift für Emittenten (Emissionen mit mehr als 2 Jahren Laufzeit). ▪ Spezialisierung auf französischem Markt.

Tabelle 6: Überblick über die Positionierung anderer Agenturen im Wettbewerb (Auswertung verschiedener Quellen).

Aus dieser Aufstellung der einzelnen Positionierungen der Wettbewerber von Moody's und S&P lassen sich mutmaßliche Erfolgsfaktoren ableiten. Es sollte allerdings bedacht werden, daß verschiedene Strategien dahinterstehen und sich die einzelnen Erfolgsfaktoren teilweise im einem Trade-off-Verhältnis befinden.

- Regulatorische Verwendung und Anerkennung sind wichtig. Die Notwendigkeit der Anerkennung als NRSRO durch die SEC wirkt als effektive Markteintrittsbarriere. Durch Spezialisierung und die Finanzierung über Investoren ist zumindest eine teilweise Anerkennung bei der SEC schneller möglich (siehe IBCA und MCM). Für andere Agenturen ist die regulatorische Nachfrage sogar alleinige Geschäftsgrundlage (japanische und französische Agenturen).
- Differenzierungs-/Nischenstrategie ist beim Markteintritt günstig: Erfüllung genau definierter Informationsbedürfnisse (IBCA informierte US-Investoren über europäische Banken, Mikuni informierte US-Investoren über japanische Emittenten).
- Spezialisierung in den ersten Jahren nach der Gründung ist hilfreich (z.B. IBCA und Bankratings).
- Ausreichende Finanzkraft ist die Voraussetzung für längere Anlaufphasen (siehe Rekapitalisierung von Fitch Investors' Service).
- Eine sehr langfristige Perspektive ist notwendig, um die hohen Markteintrittsbarrieren zu überwinden.
- Geschäftsmodelle, die auf Einnahmen von Subskriptionsgebühren basieren, sind in den Anfangsjahren hilfreich, da sie eine Lösung für Moral Hazard sind (siehe MCM und Mikuni).
- Unsolicited Ratings sind bedeutsam, um ein ausreichendes Ratingvolumen zu Beginn der Geschäftstätigkeit zu erreichen (siehe IBCA, MCM, Dominion Bond Rating Agency).
- Eine Differenzierung im Wettbewerb über das Service-Niveau und die Methodik (z.B. bei MBS/ABS) ist möglich (siehe Fitch Investors' Service und DCR¹¹).
- Nutzung bestehender Distributionsnetzwerke (siehe IBCA und MCM) sowie Verwendung von bereits vorhandenen Kompetenzen und von Wissen ist nützlich (siehe MCM, DCR, IBCA).
- Die Abwerbung von Spitzenkräften ist möglich und kann das Ansehen im Markt erhöhen (z.B. in Folge des Management-Buyouts von Fitch Investors' Service im Jahr 1989).

Nach der langen Markteinführungsphase können durch die Erhebung von Emittentengebühren ansehnliche Renditen erzielt werden. Duff & Phelps bspw. steigerte von 1995 – 99 die Umsätze von rund 46 Mio. US-\$ auf 92 Mio. US-\$ (vgl. DCR 2000). Dies entspricht einer durchschnittlichen Steigerungsrate von rund 19%. Verantwortlich war insbesondere das Wachstum der Raterlöhne bei strukturierten Transaktionen. Die operative Marge (EBIT) schwankte in diesem Zeitraum zwischen 28% und 36%, wobei die nominale Rendite auf die in der Bilanz verzeichneten Vermögenswerte (Jahresendwerte) von 33% auf 59% (im Jahr 1999) gesteigert werden konnte.¹²

¹¹ Vgl. die Emittentenumfrage 1998 von CANTWELL & COMPANY 1999, S. 12. Auf die Frage „How would you rate the overall level of service provided by each rating agency?“ antworteten 1998 die befragten Unternehmen mit „Excellent“ oder „Very Good“ bei Moody's in rund 41% der Fälle, bei S&P in rund 56% der Fälle, bei Fitch/IBCA waren es rund 51%, während DCR auf einen Wert von 75% kam. Eine erfolgreiche Differenzierung von DCR entlang dieser Dimension ist plausibel.

¹² Die Berechnung der nominalen Gesamtkapitalrendite ist angesichts der nicht aktivierten Anlaufverluste nur mit Vorbehalt zu betrachten.

5.2 Zwei alternative Erklärungsansätze für den Erfolg: „Regulatory Licence“ oder „Reputationskapital“

In der Literatur genannte Erklärungsansätze für den Erfolg von Agenturen sind einerseits die regulatorische Nutzung und zum anderen Reputation.

- **„Regulatory License“-Perspektive**

Die Erklärung des Erfolges anhand der stark gestiegenen Verwendung von Ratings durch die Finanzregulierungsbehörden versucht bspw. PARTNOY (1999). Er argumentiert, daß die US-Ratingagenturen ähnlich wie die Wirtschaftsprüfer regulatorische Bescheinigungen verkaufen würden. Es würde durch die Agenturen die Erfüllung staatlicher Vorschriften bescheinigt. Dies entspricht Property Rights im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik, die einen Wert haben und gehandelt werden können. Es ist in der Tat auffällig, wie der Aufschwung der Agenturen zeitlich mit der verstärkten regulatorischen Verwendung von Ratings in den USA zusammenfällt. Insbesondere die Money Market Fund-Regel von 1991 kann so interpretiert werden, daß Ratings zur faktischen Voraussetzung für Finanzmarktmissionen geworden sind. In den US-amerikanischen Regulierungen der Finanzmärkte werden teilweise nicht nur ein Rating, sondern mindestens zwei Ratings im Investmentgradebereich verlangt. Ab 1977 war z.B. die Haircut-Regelung für Händler in Kraft (Rule 15c3-1), die die Reservehaltung für besser beurteilte Papiere begünstigt (vgl. SEC 2001a). Darüber hinaus wird nicht zwischen beauftragten und unbeauftragten Ratings unterschieden. Dies gibt den beiden großen Agenturen eine beträchtliche Marktmacht. Ähnlich verhält es sich beim Marktrisiko-Amendment 1996/98 des Basler Ausschusses für Bankenregulierung, das ebensowenig zwischen beauftragten und unbeauftragten Ratings unterscheidet (vgl. BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION 1998). Für die regulatorische Besserstellung bei der Eigenmittelunterlegung müssen entweder zwei Investmentgrade-Ratings vorhanden sein, oder ein Investmentgrade-Rating und kein schlechteres. Die dritte Möglichkeit ist abhängig von der regulatorischen Praxis in den einzelnen Ländern. Sie sichert die gleiche Behandlung von intern von der Bank beurteilten Wertpapieren zu, bei denen der Emittent Wertpapiere an einer Börse notieren ließ.

Auch bei den meisten amerikanischen Regelungen zeigen sich Vorteile nur bei einem Investmentgrade-Rating. Eine Bescheinigung ist also im Nichtinvestmentgrade-Bereich bei weitem weniger wertvoll als im Investmentgradebereich. Am wertvollsten dürfte somit ein Rating sein, das eine Non-Investmentgrade-Anleihe zu einem Investmentgrade-Papier macht.

Insbesondere der Anerkennungsprozeß der SEC und deren Zurückhaltung hinsichtlich der Anerkennung neuer Agenturen steht im Zentrum der Kritik (z.B. von FIGHT 2001). Die SEC hat in der Tat eine zurückhaltende Anerkennungspolitik; sie stützt sich insbesondere auf die Marktakzeptanz als primäres Kriterium (vgl. zur Anerkennungspraxis KLEY/EVERLING 2002). Dies bedeutet, daß den professionellen Marktteilnehmern eine besondere Beurteilungskompetenz zugesprochen wird und die Absicht besteht, so lange mit der Anerkennung zu warten, bis eine Agentur durch opportunistische Ratings etwas zu verlieren hat. Der mögliche Verlust bezieht sich auf die erwarteten zukünftigen Erträge aus ihrer besonderen Stellung als Informationsintermediär. Man könnte dies als Quasi-Renten aus dem Reputationskapital einer Agentur bezeichnen. Der mögliche Verlust soll das Verhalten einer Agentur disziplinieren. Die Folge sind sehr hohe Markteintrittsbarrieren, die wiederum tendenziell zu Überrenditen in der Ratingbranche führen.

- **Reputationskapital-Perspektive**

Eine alternative Erfolgserklärung für Ratingagenturen ist der Aufbau von Reputation. Für zertifizierende Stellen steht theoretisch bei jeder Zertifizierung das Reputationskapital auf dem Spiel. Der Verlust besteht in reduzierten zukünftigen Erträgen durch glaubwürdige Zertifizierungsleistungen. Reputation ist somit ein Pfand in Händen der Ratingnutzer. MEGGINSON/WEISS (1991) zufolge müssen drei Anforderungen erfüllt sein, damit eine Zertifizierung durch eine Drittpartei glaubwürdig ist (im Sinne der Moral Hazard-Problematik): (1) Reputationskapital muß auf dem Spiel stehen (Verlust zukünftiger Erträge), (2) der Verlust beim Reputationskapital muß größer sein als der Gewinn durch falsche Zertifizierung, und (3) die Dienstleistung muß bezahlt werden, wobei die Kosten/Preise in angemessenem Verhältnis zur asymmetrischen Informationsverteilung stehen müssen.

Die Reputationskapitalperspektive kann durch den Ansatz der Standardsetzung ergänzt werden¹³. Gebrauchen viele Anleger (also ein Netzwerk) die Ratings für verschiedene Ziele (z.B. Festlegung einer groben Risikostruktur eines Portfolios), so entspricht auch dies einem nicht-bilanzierten Wert (z.B. Netzwerkkapital). Die Folge ist eine Segmentierung des Marktes. Für die Diskussion der Erfolgsfaktoren ist eine Differenzierung zwischen Reputation und Netzwerkeffekten unerheblich, da letztlich beide Konstrukte auf die *Verwendung der Ratings durch die Investoren* fokussieren. Streng genommen müßte man von *Nutzerakzeptanz* sprechen. Reputation könnte man insofern als Zwischenschritt für die Akzeptanz sehen. Die Akzeptanz kann auch auf anderen Wege – man denke z.B. an Qualitätstests – erreicht werden. Wenn die Nutzerakzeptanz belegbar ist, wird jedoch in der Praxis i.d.R. von Reputation gesprochen. Man könnte dies als „*Sprachregelung*“ sehen, die – weitgehend – auch in der vorliegenden Arbeit übernommen wird.

5.3 Kritische Diskussion der Erklärungsansätze

Im folgenden soll die Erklärungskraft der beiden Ansätze Regulatorische Nutzung und Reputationskapital diskutiert werden. Als Prüfsteine für den Erklärungsgehalt der vorgestellten Theorien zu den Erfolgsfaktoren können Verwendung finden:

- die Unterschiede der Ratinggebühren der verschiedenen Ratingagenturen,
- die gezahlten Aufschläge auf das Buchkapital (Goodwill) bei Käufen von Agenturen mit SEC-Anerkennung und
- der Zusammenhang zwischen Ratings und Bondspreads.

- **Unterschiede bei den Ratinggebühren**

Es wurde bereits dargelegt, daß im Durchschnitt der Ratings Moody's im Vergleich zu Fitch Ratings *bis zu einem Drittel höhere (oder vielleicht sogar mehr) Gebühren* verlangen kann (siehe Abschnitt 2). Dies könnte sich durch die Konsolidierung in der Ratingbranche in naher

¹³ Vgl. zu diesen Standardsetzungseffekten bzw. Netzwerkeffekten der Credit Ratings der großen Agenturen die Ansätze von KERWER 2001 und BOOT/MILBOURN 2001.

Zukunft ändern. Die Existenz dieser Preisprämie ist nur schwer vereinbar mit einem ausschließlichen Regulatory-Licence-Erklärungsansatz.

- **Goodwill-Beträge für den Kauf von Agenturen mit SEC-Anerkennung**

Interessant ist eine Analyse, wieviel Goodwill bei Übernahmen von Ratingagenturen mit SEC-Anerkennung in den letzten Jahren gezahlt wurden.

Target	Goodwill-Verbuchung	Jahr
Fitch Management-Buyout (seit 1975 von der SEC anerkannt) ¹⁴	rd. 11 Mio. US-\$ Kaufpreis (vgl. EVERLING 1989c)	1989
IBCA (seit 1991 für Banken von der SEC anerkannt)	min. rd. 6,5 Mio. £ ¹⁵	1992
Fitch (seit 1975 von der SEC anerkannt)	rd. 174 Mio. US-\$ ¹⁶	1997
Duff & Phelps (DCR) (seit 1982 von der SEC anerkannt)	rd. 512 Mio. US-\$ (vgl. FIMALAC 2001)	2000
Thomson BankWatch (TBW) (seit 1992 für Banken von der SEC anerkannt)	rd. 48 Mio. US-\$ (vgl. FIMALAC 2001)	2000

Tabelle 7: Verbuchter Goodwill bei Käufen von Ratingagenturen als Indikator für die Werthaltigkeit von SEC-NRSRO-Anerkennungen.

Bei der folgenden Argumentation wird unterstellt, daß jeweils das höchste Gebot zum Zuge kam. Selbst wenn man berücksichtigt, daß die auf Ratings basierende US-Regulierung nach 1991 weiter zunahm und damit die potentiellen Vorteile von Ratings ebenfalls zunahmen (insbesondere wenn indirekt teilweise zwei Ratings benötigt werden), ist die absolute Höhe der gezahlten Goodwill-Aufschläge im Vergleich zur heutigen Marktkapitalisierung von Moody's gering. Die Gegenüberstellung des Enterprise Values (Börsenkapitalisierung zuzüglich der Schulden) mit den bilanzierten Vermögenswerten ist ein Indikator für immaterielle, nicht bilanzierte Werte (inklusive Wachstumserwartungen), wobei eine „richtige“ Bewertung durch die Börse unterstellt wird. Bei einer Marktkapitalisierung von rund 5 Mrd. US-\$ am Ende des Jahres 2001 und rund 800 Mio. US-\$ Verpflichtungen im Vergleich zu den Buchwerten der Vermögenswerte in Höhe von rund 500 Mio. US-\$, ergibt sich eine Differenz von rund 5,3 Mrd. US-\$ (vgl. MOODY'S 2001). Der Unterschied zu den gezahlten Goodwill-Aufschlägen für SEC-erkannte Agenturen fällt zu groß aus, als daß die Regulatory-Licence-Perspektive diese in vollem Umfang erklären könnte. Der Bewertungsunterschied zwischen den Agenturen könnte zudem die Größe des Nutzerkreises widerspiegeln: Reputation würde damit nicht universell bestehen, sondern nur bei je nach Agentur unterschiedlichen Nutzerkreisen existieren.

¹⁴ Fitch gehörte zu den drei ersten Agenturen, die von der SEC anerkannt wurden.

¹⁵ Da kein originaler Jahresabschluß für das betreffende Jahr verfügbar war, könnte es sein, daß – wie auch bei der Akquisition von Fitch im Jahr 1997 – ein Teil des Goodwill in anderen Positionen enthalten ist. Plausibel wäre maximal ungefähr noch einmal die gleiche Summe (vgl. FIMALAC 1998 und 1999).

¹⁶ Vgl. FIMALAC 1997, 1998 und 1999.

- **Einfluß von Ratings unterschiedlicher Agenturen auf Bondspreads**

In der bislang umfassendsten empirischen Studie konnten JEWELL/LIVINGSTON (2000) zeigen, daß Ratings der damals viertgrößten Agentur DCR einen statistisch signifikanten Einfluß auf die am US-Markt erzielten Bondrenditen hatten. Dies gelang ihnen bereits in einer früheren Studie bei Ratings von Fitch Investors' Service (vgl. JEWELL/LIVINGSTON 1999). Mit dieser Studie können Fragen zum Wettbewerbsverhalten der damals vier Ratingagenturen (z.B. opportunistische Ratings) wie auch zur Wirkung der Ratings auf die Renditen beantwortet und Rückschlüsse auf die Reputation der einzelnen Ratingagenturen gezogen werden. Aus diesem Grund soll diese Studie detaillierter diskutiert werden. Es existieren viele frühere Studien zu diesem Thema. Sie sind jedoch weniger aussagekräftig als die von JEWELL/LIVINGSTON (2000), da sie (zum Teil deutlich) geringere Stichprobenumfänge hatten, sich oft nur auf Investmentgrade-Anleihen bezogen und fast ausschließlich nur Ratings der beiden großen US-Agenturen betrachteten.¹⁷

Datenbasis der Analyse von JEWELL/LIVINGSTON (2000) waren Kurse von US-amerikanischen Straight Bonds im Zeitraum von Januar 1991 bis März 1997. Aus dieser gewaltigen Datenmenge (allein rund 36'500 Beobachtungen für den Monat März) ließen sich genügend Fälle ableiten, bei denen DCR ein Drittrating oder sogar ein Viertrating vergab. Der Unterschied zu Ratings von Moody's und S&P ist, daß DCR nur beauftragte Ratings durchführte. Die beiden marktführenden Agenturen haben die Politik, – ob beauftragt oder nicht – den gesamten Emissionsmarkt abzudecken. DCR wurde typischerweise erst dann hinzugezogen, wenn die Ratings der marktführenden Agenturen für den Emittenten zu niedrig ausfielen oder eine unterschiedliche Beurteilung (Split Rating) der beiden marktführenden Agenturen vorlag. Aus diesem Grund wäre auch eine einfache Gegenüberstellung der Ratingbeurteilungen von DCR und den beiden anderen Agenturen irreführend. Die Annahme liegt nicht fern, daß bei der großen Anzahl von Ratings auch Fehler und Irrtümer vorkommen. Wenn der Emittent dies erkennen kann und dann die Option eines weiteren Ratings wahrnimmt und darüber hinaus noch entscheidet, ob er dieses Drittrating veröffentlichen will, ist von einem „selection bias“ auszugehen. Die Autoren versuchen, diesen Effekt durch die Analyse bestimmter Substichproben zu isolieren.

Im Januar 1991 waren ungefähr 60% der betrachteten US-Bonds nur von Moody's und S&P beurteilt. Bonds, die von den beiden Marktführern und zusätzlich von DCR beurteilt waren, hatten 1991 einen Anteil von rund 7%. Sechs Jahre später waren es 17%. In einer ähnlichen Konstellation mit Fitch als drittem Rating betrug der Anteil am Anfang der betrachteten Periode 9% und am Ende der Periode 4% aller Bonds. Dies ist ein Resultat der strategischen Fokussierung von Fitch auf ABS-Ratings. Rund 5% der Emissionen wiesen sowohl 1991 als auch 1997 ein Rating von allen vier Ratingagenturen auf.

JEWELL/LIVINGSTON wiesen den relativen Ratings absolute Zahlen zu (AAA = 1, AA+ = 2 etc.). Ein Vergleich der Mittelwerte¹⁸ weist für die gesamte Stichprobe im Jahr 1997 ein mittleres Rating von 6,81 für DCR, 7,13 für Fitch und 9,93 für S&P sowie 10,16 für Moody's aus. Der Ratingunterschied von bis zu drei Notches kann jedoch größtenteils durch Selection Bias erklärt werden, da bei den von drei Agenturen beurteilten Bonds die Unterschiede deutlich kleiner

¹⁷ Für eine ausführlichen Literaturlauswertung von Ratingstudien siehe HEINKE 1998, S. 258ff.

¹⁸ Dies ist ein möglicher Kritikpunkt an der Studie, denn die Verwendung des arithmetischen Mittels ist durch die Zuordnung der relativen Ratings zu einer absoluten Skala nicht unproblematisch.

werden. Bei diesen Fällen liegt zwischen dem Durchschnitts-Rating von DCR von 6,75 und dem von S&P von 7,32 nur noch eine halbe Ratingeinstufung. Die Werte für Moody's und Fitch sind 7,21 und 6,36. Noch kleinere Unterschiede finden sich in der Substichprobe der von allen vier Agenturen beurteilten Emissionen: DCR weist den niedrigsten Wert von 6,10, S&P den höchsten mit 6,69 auf. JEWELL/ LIVINGSTON schließen daraus, daß DCR und Fitch Firmen mit besserer Bonität bewerten, wobei allerdings auch nach Einrechnung der Auswahlverzerrung ein kleiner Unterschied (ungefähr ein halber Notch) zwischen DCR und Fitch auf der einen Seite und den beiden Marktführern auf der anderen Seite bestehen bleibt. Möglichkeiten für die Erklärung dieser Unterschiede sind *Moral Hazard (d.h. die Gefahr von opportunistischen Verhalten aufgrund der Anreizstrukturen) und unterschiedliche Ratingsysteme*.

Durch einen Vergleich der Split-Ratings testeten die Autoren die Hypothese, ob DCR und Fitch als „tie-breaker“ bei Split Ratings der beiden großen Agenturen fungierten und ob der Markt die Ratings der kleineren Agenturen als wertvoll einschätzte. Ein Tie-Breaker ist ein Drittrating, das beim Pricing eines Bonds mit einem Split Rating den Ausschlag zu einem der beiden Ratings gibt. Wenn Split Ratings durch eine Zufallskomponente verursacht würden, würde man eine 50:50-Verteilung der besseren Ratings erwarten. Im Jahr 1997 war eine signifikante Abweichung von dieser Erwartung bei DCR-Ratings festzustellen. Wenn Moody's und S&P das gleiche Rating vergaben, dann war das DCR-Rating in 54,2% der Fälle identisch. Bei Abweichungen von einem identischen Rating der beiden Marktführer vergab DCR in 92,2% dieser Fälle das höhere Rating („upward bias“). Falls die Ratings von S&P und Moody's sich unterschieden, dann stimmte DCR in 35,7% der Fälle mit dem Rating von Moody's überein und in 32% der Fälle mit dem von S&P, in den restlichen Fällen weder mit dem einen noch dem anderen. Dies bedeutet, daß in rund 68% der Fälle sich das DCR-Rating als Tie-Breaker interpretieren läßt, das zu einer der beiden führenden Agenturen neigt. Da das DCR-Rating in 74,9% bei Moody's und 81,1% der Fälle bei S&P zu den höheren Ratings neigte, läßt sich festhalten, daß die Ratings von DCR zur Höherbewertung tendierten. JEWELL/LIVINGSTON (1999) fanden ähnliche Resultate bei Fitch.

Ob die Ratings von DCR für die Anleger (bzw. die Unternehmen) wertvoll waren, zeigten die Autoren mittels einer Analyse der Bondspreads. Zuerst wurden die Ratings von den beiden marktführenden Agenturen untersucht. Bei niedrigem adjustierten R^2 von 0,32 ließ sich feststellen, daß bei einem Split-Rating auf Letterstufe zumeist die Rendite zwischen der Rendite für das höhere Rating und dem tieferen Rating lag. Z.B. betrug der Spread für A beurteilte Bonds 89 Basispunkte, für BBB 129 Basispunkte. Ein Split-Rating zwischen A und BBB hingegen korrelierte mit einem Spread von 110 Basispunkten. Die Differenzen bei Split-Ratings waren bis auf den Fall des AAA/AA-Splits signifikant auf dem 99%-Niveau. Diese Analyse wurde auch bei den dreifach beurteilten Emissionen angewandt. Bei Split-Ratings zwischen Moody's und S&P wurde ausgewertet, ob sich eine Renditeveränderung durch ein DCR-Rating messen ließ. Bei einem höheren R^2 von 0,51 ließ sich zeigen, daß DCR-Ratings in drei von vier Split-Ratingfällen (nur bei Split-Ratings im AA/A-Bereich nicht) statistisch signifikant als Tie-Breaker fungierten und die Renditen beeinflussten. Wenn z.B. im Falle eines Split-Ratings zwischen Moody's und S&P im Bereich BBB/BB das DCR-Rating dem höheren der beiden anderen Ratings entsprach im Vergleich zum Fall, bei dem das DCR-Rating dem niedrigeren Rating entsprach, ergab sich ein Renditeunterschied von 28 Basispunkten. Diese Differenz war für die niedrigeren Ratingklassen höher. Bei Ratings von Fitch konnte ebenfalls eine Tie-breaker-Wirkung nachgewiesen werden (vgl. JEWELL/LIVINGSTON 1999). Es ist schade, daß die Autoren nicht mit feineren Einstufungen (z.B. BB+, BB und BB- statt „Double B“) testeten.

Auch wenn DCR das schlechteste Rating vergab, zeigte sich ein statistisch signifikanter Effekt auf die Rendite. In diesem Fall war die Rendite im Durchschnitt um 17 Basispunkte höher (bei Split-Ratings aller Klassen). Im Fall des höchsten Ratings durch DCR sank der Spread um 10 Basispunkte. Dies läßt den Schluß zu, daß der Markt einem DCR-Rating einen *Informationswert* beimaß. *Im Vergleich zu den Kosten eines Rating (ca. 3 Basispunkte) ist der ökonomische Wert eines Ratings offensichtlich.*

Auf eine grundsätzliche Schwäche derartiger Korrelationsstudien sollte hingewiesen werden. Trotz vielfältiger methodischer Verbesserung in den letzten Jahren gibt es ein grundlegendes Problem. Wenn Investoren und Ratingagenturen ähnliche Ansichten bzw. Methoden haben (z.B. die Ratingagentur richtet sich nach den Marktspreads oder beide Parteien verwenden ähnliche Bilanzkennziffern zur Analyse), dann kann die festgestellte Korrelation nicht überraschen und kann nicht kausal interpretiert werden. Dieses Problem überwinden zwei neue Studien, die zeigen, daß trotzdem eine Beeinflussung der Anleger durch Ratings plausibel ist. Diese Studien (vgl. KLIGER/SARIG 2000 und LIU/SEYYED/SMITH 1999) untersuchten die Auswirkungen der Verfeinerung der Ratingskala von Moody's im Jahr 1983. Damals ging Moody's zur Verwendung von feineren Abstufungen über, d.h. z.B. Baa-Ratings wurden differenziert in Baa1, Baa2 und Baa3. Obwohl sich das zugrundeliegende Kreditrisiko nicht änderte, zeigten sich jedoch Spreadänderungen, die nicht durch andere Ereignisse erklärt werden konnten. Von einem Informationswert von Ratings ist daher auszugehen. Im Umkehrschluß sind damit auch die Ergebnisse der Korrelationsstudien gerechtfertigt (vielleicht nicht im gesamten Umfang, aber zumindest in den Tendenzaussagen).

Zusammenfassend zeigt die Studie, daß die Marktteilnehmer den Ratings von DCR (die in der Regel Drittratings sind) einen Informationswert beimaßen. Wenn angenommen wird, daß die Ratings der beiden marktführenden Agenturen bereits eventuelle regulatorische Vorteile mit sich brächten, würde der Markt Dritt- und Viertratings schlicht ignorieren. Dies ist aber nicht der Fall. Diese Aussage gilt für nahezu alle Klassen. Insbesondere der Einfluß von Dritt- und Viertratings auf die Anleihenrenditen im Non-Investmentgradebereich, für den keine regulatorischen Vorteile durch jene Ratings vorhanden sind, zeigt, daß eine ausschließliche Regulatory-Licence-Perspektive abzulehnen ist. Der Wert von Ratings ist bei Anleihen derart groß, daß sich selbst multiple Ratinggebühren in Höhe von drei Basispunkten für mehrere Agenturen zu lohnen scheinen. Fitch und DCR können beide auf eine lange Ratingtätigkeit zurückblicken, so daß der Aufbau einer Reputation als Ursache für die Wirkung der Ratings plausibel erscheint.

- **Zusammenfassende Beurteilung: Reputation oder Regulatory Licence**

Der Schluß liegt nahe, daß es sich bei den Ratings der drei großen Agenturen um ein hochdifferenziertes Produkt handelt, das nicht einfach imitiert werden kann. Ein Rating der einen Agentur entspricht deshalb nicht dem einer anderen Agentur. Die Trennung des funktionalen Aspekts vom institutionalen Aspekt (der Agentur) ist daher nicht ratsam.

Es scheint, daß die Herkunft des *Erfolges* (Reputation oder regulatorische Nutzung) aufgrund der dargelegten Belege *zum größeren Teil auf Reputation (bzw. allgemeiner: Nutzerakzeptanz) zurückzuführen* ist. Anderenfalls könnte nicht erklärt werden, warum die gezahlten Goodwills selbst für Agenturen, die den Markt beeinflussen können, nur ein Bruchteil des ökonomischen Wertes von Moody's entsprachen. Dies schließt nicht aus, daß eine offizielle Anerkennung einen Wert darstellt. Dieser Wert dürfte jedoch deutlich geringer als verbuchte Goodwill-Aufschläge bei Fitch und DCR sein, da bei diesen beiden Agenturen eine Marktwirkung nachgewiesen

werden konnte, die im Vergleich zu den Ratinggebühren attraktiv erscheint. Damit soll nicht negiert werden, daß die regulatorische Nutzung auch einen Teil zum Erfolg beigetragen haben könnte.

Konsequenz der Argumentationskette in diesem Abschnitt ist die *Relevanz von Reputation (bzw. Nutzerakzeptanz/Netzwerkeffekten) bei den Ratingnutzern*. Der Blick auf die nominalen Renditen der großen Agenturen in der Ratingbranche verleitet daher zu falschen Schlüssen, da derartige Vermögenswerte nicht bilanziert werden. Der Wert einer offiziellen Anerkennung ist geringer und der Erwerb schwieriger, als die meisten Neueinsteiger hoffen. Diese Analyse wird unterstützt durch eine Korrelationsstudie vom französischen Kapitalmarkt Anfang der neunziger Jahre, die für die Agentur S&P – die erst vor kurzem den Eintritt in den französischen Markt gewagt hatte – keine Effekte auf die Spreads nachweisen konnte (vgl. ARTUS/GARRIGUES/SASSENOU 1993).¹⁹ Wenn selbst eine Agentur wie S&P in einem neuen Markt über Jahre Reputation bzw. – präziser – Nutzerakzeptanz erwerben muß, fragt man sich, um wieviel schwieriger dann der Erwerb der Reputation/Nutzerakzeptanz für neu gegründete Agenturen sein muß. Auf diese Weise sind die mehrheitlich erfolglosen Markteintritte erklärbar.

6. Zusammenfassung

Im vorliegenden Papier über die Erfolgsfaktoren kleiner und großer Ratingagenturen

- wurde die Marktstruktur analysiert und gezeigt, daß neben den großen global tätigen Agenturen eine Vielzahl von kleinen Agenturen existieren können.
- Ein weiteres Ergebnis ist, daß Emittentengebühren im Querschnitt der Agenturen und in historischer Perspektive nicht das übliche Geschäftsmodell für Agenturen sind. Auch die angesprochenen drei internationalen Agenturen konnten Emittentengebühren erst von wenigen Jahrzehnten durchsetzen. Nur wenige Agenturen besitzen die Nutzerakzeptanz bzw. die Glaubwürdigkeit/Reputation bei den Finanzanleger, daß sie ihre Haupterlöse aus den Emittentengebühren bestreiten können.
- Es verwundert daher nicht, daß „unbeauftragte Ratings“ eigentlich der Normalfall sind. Dieses ist auch deshalb nachvollziehbar, da die Informationsbeschaffung im Auftrag von Finanzanlegern keinen Auftrag des beurteilten Unternehmens benötigt bzw. sogar durch eine Erlaubnispflicht gefährdet wäre.
- Die Diskussion zeigte auch, daß für die global tätigen Anbieter die Hauptwachstumsfelder in den letzten Jahren primär die internationalen Aktivitäten und die Ratings von Asset-backed Securities waren. Die genannten Wachstumsfelder sind auch für den Aufstieg des dritten Wettbewerbers Fitch Ratings verantwortlich. Weiteres Wachstum der Nachfrage nach Ratings kann angesichts der – weltweit gesehenen – geringen Ratingdurchdringung erwartet werden.

¹⁹ Ratings waren zum damaligen Zeitpunkt (1991) relativ neu für die französischen Kapitalanleger. S&P erwarb eine relativ junge Agentur (ADEF) und stieg in den Markt ein. Durch die Ratingvorschriften der Börse war eine Nachfrage gesichert. ARTUS/GARRIGUES/SASSENOU 1993 konnten empirisch keine Wirkung der Ratings von S&P (inklusive der Ratings der übernommenen ADEF) auf die Spreads feststellen bzw. überhaupt keine Unterscheidung der geforderten Renditen für unterschiedliche Emittenten. Anscheinend wurden Ratings von den Anlegern ignoriert. Dies ist zum Teil auf die damalige Struktur des französischen Kapitalmarkts zurückzuführen.

Die unternehmerischen Erfolgsfaktoren werden über die Untersuchung von erfolgreichen und nicht-erfolgreichen Markteintritten und Strategien ermittelt. Dazu werden auch die Tätigkeiten zahlreicher kleiner Agenturen betrachtet, die i.d.R. nicht global tätig sind bzw. waren.

Es zeigt sich, daß

- die regulatorische Verwendung und Anerkennung einer Ratingagentur wichtig sind und daher häufig eine hohe Markteintrittsbarriere darstellen.
- Für neue Agenturen ist die Konzentration / Spezialisierung auf bestimmte Märkte bzw. Marktnischen hilfreich. Die japanische Agentur Mikuni z.B. erwirtschaftet ihre Erlöse hauptsächlich über den Verkauf von Informationen über japanische Anleihen an US-Finanzinvestoren. Eine Zahlungsbereitschaft für derartige spezialisierte Informationen besteht anscheinend.
- Generell sind aber nur langfristig ausgerichtete Geschäftsmodelle erfolgreich. Entweder kann eine Agentur sich eine Nische sichern und/oder kann mit den Erträgen und der über ihren Track Record erworbenen Glaubwürdigkeit neue Märkte erschließen oder sie verfügt über genügend Finanzkraft gepaart mit einem sehr langfristigen Investitionshorizont.

Der Vorwurf von Kritikern, daß der Erfolg der großen internationalen Agenturen nur auf die aufsichtsrechtliche Verwendung zurückzuführen sei, erweist sich bei näherer Betrachtung als inplausibel. Vielmehr kann dies nur einen kleineren Teil des Marktwertes der Ratingagenturen erklären. Die Erarbeitung der Reputation bzw. Nutzerakzeption ist im Gegensatz stimmiger für die Erklärung des Erfolges der drei großen Agenturen. Deshalb ist die Reputation/Nutzerakzeptanz wohl auch die bedeutendere Markteintrittsbarriere in den Markt für Credit Ratings.

Literaturverzeichnis

- BÄR, HANS PETER (1997): Asset Securitisation – Die Verbriefung von Finanzaktiven als innovative Finanzierungstechnik und neue Herausforderung für Banken. Bern/Stuttgart/Wien: Haupt, 1997, zugl. Diss. Univ. Zürich, 1997.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2001e): The Internal Ratings-Based Approach – Consultative Document, Supporting Document to the New Basel Capital Accord. Basel: Bank for International Settlements BIS, www.bis.org, January 2001.
- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1998): Amendment to the Basle Capital Accord to incorporate Market Risks. Basel: www.bis.org, January 1996, updated to April 1998.
- BERBLINGER, JÜRGEN (1996): Marktakzeptanz des Rating durch Qualität. In: BÜSCHGEN, HANS E./EVERLING OLIVER (HRSG.) (1996): Handbuch Rating. Wiesbaden: Gabler, 1996, S. 21 – 110.
- BEST, SARAH (2001): Investors question the Rating Agencies. In: *Euromoney*, April 2001, S. 129 – 133.
- BIS STUDY GROUP ON FIXED INCOME MARKETS (2001): The Changing Shape of Fixed Income Markets. Basel: Bank for International Settlements, www.bis.org, 2001.
- BOOT, ARNOUD W.A./MILBOURN, TODD T. (2001): Credit Ratings as Coordination Mechanisms. Working Paper, 10th April 2001.
- CANTOR, RICHARD/PACKER, FRANK (1994): The Credit Rating Industry. In: *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Vol. 19, No. 2, 1994, S. 1 – 26.
- CANTWELL & COMPANY (1999): International Survey of Credit Ratings 1998. New York: www.askcantwell.com, 1999.
- DCR (2000): Duff & Phelps Credit Rating 10k Filings, Annual Report 1999.. EDGAR-Database, www.sec.gov, Accession No.0000912057-00-014493, 2000.
- ESTRELLA, ARTURO ET AL. (2000): Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information. Basel: Bank for International Settlements BIS, www.bis.org, Basel Committee of Banking Supervision, Working Paper No. 3, August 2000.
- EVERLING (1989a): IBCA-Rating baut auf Akzeptanz in Europa. In: *Börsenzeitung*, Nr. 182, 21. September 1989, (www.everling.de).
- EVERLING (1989b): DBRS liefert die Ratings für Kanada. In: *Börsenzeitung*, Nr. 205, 24. Oktober 1989, (www.everling.de).
- EVERLING (1989c): Turnaround bei Fitch Investors Service. In: *Börsenzeitung*, Nr. 235, 6. Dezember 1989, (www.everling.de).
- EVERLING (1990a): Mikuni bedient internationale Investoren. In: *Börsenzeitung*, Nr. 109, 9. Juni 1990, (www.everling.de).
- EVERLING (1990b): Duff & Phelps nach dem Management Buyout. In: *Börsenzeitung*, Nr. 33, 16. Februar 1990, (www.everling.de).
- EVERLING (1990c): ENF sucht europäische Massstäbe. In: *Börsenzeitung*, Nr. 216, 8. November 1990, (www.everling.de).
- EVERLING (1990d): MCM bietet Entscheidungshilfe. In: *Börsenzeitung*, Nr. 15, 6. März 1990, (www.everling.de).
- EVERLING, OLIVER(1991): Credit rating durch internationale Agenturen: eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des rating. Wiesbaden: Gabler, 1991, zugl. Diss. Univ. Köln, 1991.
- EVERLING, OLIVER (1996b): Ratingagenturen an nationalen und internationalen Finanzmärkten. In: BÜSCHGEN, HANS E./EVERLING OLIVER (HRSG.) (1996): Handbuch Rating. Wiesbaden: Gabler, 1996, S. 3 – 17.
- FEDERAL RESERVE (2001a): Verschiedene Daten zu Zinsen. Website, www.federalreserve.gov, Abruf 26. November 2001.
- FEDERAL RESERVE (2001b): Daten zu Commercial Paper outstanding. Website, www.federalreserve.gov, Abruf 4. August 2001.
- FIGHT, ANDREW (2001): The Ratings Game. Chichester et al.: John Wiley & Sons, 2001.
- FIMALAC (1997): News Release: Fitch and IBCA Rating Agencies to merge. Press Release, kein genaues Datum angegeben, 1997.
- FIMALAC (1998): Annual Report 1997. Paris: Fimalac S.A., 1997.
- FIMALAC (1999): Rapport Annuel 1998. Paris: Fimalac S.A., 1998.
- FIMALAC (2000): Annual Report 1999. Paris: Fimalac S.A., www.fimalac.com, 2000.
- FIMALAC (2001): Annual Report 2000. Paris: Fimalac S.A., www.fimalac.com, 2001.

- GUTNER, TODDI (1992): Ratings Shootout. In: *Forbes*, Vol. 149, No. 4, 17. Feb. 1992, S. 89.
- HEINKE, VOLKER G. (1998): Bonitätsrisiko und Credit rating festverzinslicher Wertpapiere: eine empirische Untersuchung am Euromarkt. Bad Soden/Ts.: Uhlenbruch, 1998, zugl. Diss. Univ. Münster, 1998.
- HOFFMANN, PETER (1991): Bonitätsbeurteilung durch Credit Rating: Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten eines Instruments zur Optimierung von Investitions- und Finanzierungsprozessen. Berlin: Schmidt, 1991.
- JCR (2001): Japan Credit Rating Website. www.jcr.co.jp, Abruf 25. September 2001.
- JEWELL, JEFF/LIVINGSTON, MILES (1999): A Comparison of Bond Ratings from Moody's, S&P und FitchIBCA. In: *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 8, No. 4, 1999, S. 1 – 45.
- JEWELL, JEFF/LIVINGSTON, MILES (2000): The Impact of a Third Credit Rating on the Pricing of Bonds. In: *The Journal of Fixed Income*, Vol. 10, No. 3, 2000, S. 69 – 85.
- KEENAN, SEAN C. (2000): Moody's Investors Service: Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1999, Special Comment. New York: www.moodys.com, January 2000.
- KERWER, DIETER (2001): Standardising as Governance: The Case of Credit Rating Agencies. Bonn: Preprint aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter, March 2001.
- KLEY, CHRISTOPH R./EVERLING, OLIVER (2002): Anerkennung von Ratingagenturen im Rahmen von Basel II. In: *Finanz-Betrieb*, Nr. 3, 2002, S. 137 – 144.
- KLEY, CHRISTOPH R. (2003): Mittelstands-Rating – Externe Credit Ratings und die Finanzierung mittelständischer Unternehmen. Wiesbaden: DUV-Verlag Gabler Edition Wissenschaft, 2003, zugl. Diss. Univ. St.Gallen, 2003.
- KLIGER, DORON/SARIG, ODED (2000): The Information Value of Bond Ratings. In: *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 6, 2000, S. 2879 – 2902.
- KMV (2002): Moody's Corporation to acquire KMV, Press Release. San Francisco: KMV, www.kmv.com, 11th February 2002.
- KNIESE, WOLFGANG (1996): Die Bedeutung der Rating-Analyse für deutsche Unternehmen. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag/Gabler, 1996.
- MEGGINSON, WILLIAM L./WEISS, KATHLEEN A. (1991): Venture Capital Certification in Initial Public Offerings. In: *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 3 1991, S. 879 – 903.
- MEYER-PARPART, WOLFGANG (1996): Ratingkriterien für Unternehmen. In: BÜSCHGEN, HANS E./EVERLING OLIVER (HRSG.) (1996): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler, 1996, S. 111 – 173.
- MONRO-DAVIES, ROBIN (1996): Die Bonitätsbewertung von Banken. In: BÜSCHGEN, HANS E./EVERLING OLIVER (HRSG.) (1996): *Handbuch Rating*. Wiesbaden: Gabler, 1996, S. 175 – 218.
- MONRO-DAVIES (2000): Lebenslauf von Monro-Davies im Ordner 2. Internationale Handelsblatttagung „Rating für Europa“ in Mainz, 10./11. Mai 2000.
- MOODY'S (2001): Form 10Q, Quarterly Report for the period ending 30th September 2001. New York: www.moodys.com, 2001.
- MOODY'S CORPORATION (2000): Investor Presentation. New York: www.moodys.com, Präsentationsfolien für Investoren, October 2000.
- MOODY'S CORPORATION (2001): Annual Report 2000. New York: www.moodys.com, 2001.
- MOODY'S CORPORATION (2002a): Management Presentation. New York: www.moodys.com, February 2002.
- MOODY'S CORPORATION (2002b): Annual Report 2001. New York: www.moodys.com, 2002.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE – GLOBAL CREDIT RESEARCH (2000a): Ratingaktualisierung bei Moody's – Eine Einführung für die Teilnehmer am Kapitalmarkt, Ratingmethodik. New York: www.moodys.com, Dezember 2000.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE – GLOBAL CREDIT RESEARCH (2001b): Blick hinter die Kulissen: das Ratingkomitee bei Moody's, Ratingmethodik, ein Papier des Ständigen Ausschusses für Verfahrensfragen und Dokumentation. New York: www.moodys.com, Januar 2001.
- PACKER, FRANK/REYNOLDS, ELIZABETH (1997): The Samurai Bond Market.. In: *Federal Reserve Bank of New York – Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 3, Number 8, June 1997, S. 1 – 6.
- PARTNOY, FRANK (1999): The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs down for the Credit Rating Agencies. In: *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, No. 3, 1999, S. 619 – 715.
- REINEBACH, ADAM (1998): Inroads Overseas help U.S. Rating Agencies to level the Playing Field: Fitch, Duff & Phelps are gaining Prominence in International Structured Finance. In: *Investment Dealers' Digest*, Vol. 64, No. 31, 3. Aug. 1998, S. 11.
- SCHROEDER, WALTER (2001): The Dominion Bond Rating Response to the January 2001 Basle Committee on Banking Supervision Draft. www.bis.org, 2001.
- SEC (2001a): Rule 15c3-1, Net Capital Requirements for Brokers or Dealers, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934. Securities Exchange Commission,

www.laws.uc.edu/cc/34ActRIs/rule15c3-1.html, Abruf am 1. Okt. 2001.

SERFLING, KLAUS/BADACK, ELKE/JEITER, VERA (1996): Möglichkeiten und Grenzen des Credit Rating. In: BÜSCHGEN, HANS E./EVERLING OLIVER (HRSG.) (1996): Handbuch Rating. Wiesbaden: Gabler, 1996, S. 629 – 655.

STANDARD & POOR'S (2001b): 2001 Annual Subscription Charges. Standard & Poor's - Investor Services, European Sales Office 2001.

THE MCGRAW-HILL COMPANIES (2001): 2001 Investor Fact Book. New York: The McGraw-Hill Companies, Investor Relations, www.mcgraw-hill.com, June 2001.