

Ansprechpartner	Tel.-Nr.
New York	
Jerome S. Fons	+1 212 553 1653
Richard Cantor	
Christopher Mahoney	
Frankfurt	
Dr. Jürgen Berblinger	+49 69 70730-700

Ratinggrundlagen

Anleihe-Ratings und der Ratingprozess bei Moody's - ein Leitfaden für die Teilnehmer am Kapitalmarkt

Die vorliegende Studie ist die dritte in einer Reihe von Veröffentlichungen, die sich mit dem Ratingprozess bei Moody's beschäftigen. Sie soll zu einem besseren Verständnis der von Moody's erteilten Ratings für Unternehmensanleihen und des Ratingprozesses insgesamt beitragen. Vorausgegangen waren ausführliche Gespräche mit einer Vielzahl von Marktteilnehmern über die in diesem Zusammenhang bereits erschienenen Special Comments „*The Bond Rating Process in a Changing Environment*“ und „*The Bond Rating Process: A Progress Report*“.¹

Einführung

Zu Beginn dieses Jahres hatten wir eine Reihe möglicher Veränderungen an unserem Ratingprozess vorgeschlagen, gleichzeitig aber betont, dass wir keinerlei Veränderungen vornehmen würden, bevor nicht ein intensiver Dialog mit den Marktteilnehmern stattgefunden hätte. Diesen Dialog haben wir in den vergangenen vier Monaten ausgiebig geführt.

Aus den Gesprächen konnten wir die Erkenntnis gewinnen, dass sich die Marktteilnehmer von Moody's eine umfassendere Offenlegung der internen Abläufe wünschen, die letztlich zur Erteilung eines bestimmten Ratings oder zu einer Ratingänderung führen. Zudem haben sie recht hohe Erwartungen, was die Rolle der Ratingagenturen als Instrumente zur Erreichung größerer Transparenz und umfassenderer Offenlegung seitens der Emittenten angeht, einschließlich der Offenlegung kurzfristiger Liquiditätspositionen und bedingter Verpflichtungen, wie solchen, an die Ratingtrigger geknüpft sind.

Manche der zur Diskussion gestellten Änderungen, wie etwa häufigere Ratinganpassungen ohne vorherige Aufnahme in die Watchlist oder auch eine Modifizierung oder gar Abschaffung des Systems der Ratingausblicke, werden von den Marktteilnehmern jedoch entschieden abgelehnt. Dies liegt in dem generellen Verlangen der Marktteilnehmer nach Ratingstabilität und ihrer Überzeugung, dass derartige Veränderungen zu größerer Ratingvolatilität führen würden, begründet. Sie sehen Ratings vielmehr als Meinungen über das mit einem Emittenten grundsätzlich verbundene relative Kreditrisiko, was ihres Erachtens ein verlässliches Maß für intrinsische Finanzkraft darstellt.

Wir respektieren die unterschiedlichen Ansichten, die uns entgegengebracht wurden, und werden alles daran setzen, unseren Ratingprozess so zu gestalten, dass er sämtlichen Marktteilnehmern größtmöglichen Nutzen bietet. Darüber hinaus werden wir uns um noch größere Ratingtransparenz bemühen. Wir werden weiterhin an unserem auf stabile langfristige Ratings ausgerichteten Bewertungssystem festhalten, ohne jedoch die historisch belegte Tatsache außer Acht zu lassen, dass es in Zeiten vermehrter Kreditausfälle häufiger zu Ratinganpassungen kommt.

Unsere Gespräche ergaben ferner, dass manche Marktteilnehmer ein nur lückenhaftes Verständnis von bestimmten Aspekten des Ratingprozesses, der beabsichtigten Bedeutung unserer Ratings oder ihrem empirischen Verhalten aufwiesen. Der primäre soziale Nutzen, der von Ratingagenturen ausgeht, bzw. das öffentliche Gut, das sie unserer Auffassung nach erzeugen können, ist größere Effizienz an den internationalen Kapitalmärkten. Um dies zu erreichen, müssen wir klar kommunizieren, wie wir uns und wie sich unsere Ratings an den Märkten verhalten werden. Die vorliegende Studie bietet eine Fülle von wichtigen Zusatzinformationen, die den Marktteilnehmern dabei helfen werden, unser Handeln und unsere Ratings besser nachvollziehen zu können.

Zunächst werden dabei die Ergebnisse unserer Gespräche mit den Marktteilnehmern zusammengefasst. Danach gehen wir auf eine Reihe grundlegender Prinzipien ein, auf denen der Ratingprozess bei Moody's beruht. Abschließend nehmen wir zur beabsichtigten Bedeutung unserer Ratings und ihrem empirischen Verhalten ausführlich Stellung.

1. Vgl. „*The Bond Rating Process in a Changing Environment*“ von Januar 2002 und „*The Bond Rating Process: A Progress Report*“ von Februar 2002

Der Dialog mit den Marktteilnehmern

Im Januar 2002 wurde von Moody's ein Special Comment mit dem Titel „*The Bond Rating Process in a Changing Environment*“ veröffentlicht, der sich mit einer Reihe von Initiativen zur Steigerung der Qualität und Aktualität unserer Ratings und unseres Research befasste. Hierzu gehörten u. a.:

- die Bereitstellung von Informationen für die Moody's-Analysten über die am Markt herrschende Meinung zur Kreditwürdigkeit eines Emittenten,
- die zahlenmäßige Erhebung sämtlicher in die Vertragswerke gerateter Emittenten eingearbeiteter Ratingtrigger,
- die eingehende Analyse des Liquiditätsrisikoprofils von Commercial-Paper-Emittenten sowie
- Maßnahmen zur rechtzeitigeren Aktualisierung erteilter Ratings, z. B. kürzere Überprüfungsverfahren, schnellere Reaktion auf bedeutende Ereignisse, häufigere Ratinganpassungen ohne formelle Überprüfung sowie effizientere Gestaltung oder auch Abschaffung des Systems der Ratingausblicke.

In der Studie wurde jedoch ausdrücklich betont, dass „ohne intensiven Dialog mit den Marktteilnehmern ... keine wesentlichen Veränderungen am Ratingprozess vorgenommen und auch keine Vorschläge umgesetzt“ würden.

Im Februar 2002 veröffentlichten wir unter dem Titel „*The Bond Rating Process: A Progress Report*“ einen zweiten Special Comment, in dem das vorläufige Meinungsbild an den Märkten und unsere Reaktion darauf festgehalten wurden.

In den ersten Monaten dieses Jahres fanden weit über 30 Treffen mit Emittenten, Investoren, Vermögensverwaltern, Aufsichtsbehörden und anderen Marktteilnehmern statt, um die Rolle von Ratings zu erörtern. In diesen Zeitraum fiel auch die Veröffentlichung der beiden Studien zum Ratingprozess bei Moody's.

Die Reaktion der Marktteilnehmer

Auf unsere Bitte, sich zu den verschiedenen Vorschlägen zu äußern, haben wir von den Marktteilnehmern folgende Reaktionen erhalten:

- Den Marktteilnehmern ist an Ratingstabilität gelegen. Sie sehen Ratings als Meinungen über das mit einem Emittenten verbundene fundamentale Kreditrisiko, was ihres Erachtens - im Vergleich zu anderen, marktsensibleren Größen - ein relativ verlässliches Maß für dessen intrinsische Finanzkraft darstellt.
- Die Marktteilnehmer haben die Befürchtung, dass kurzfristige Stimmungsschwankungen an den Märkten durch die Einbeziehung quantitativer Input-Größen in den Ratingprozess zu größerer Volatilität führen könnten.
- Die Marktteilnehmer möchten mehr darüber erfahren, wie wir zu einer Ratingentscheidung gelangen, und sie möchten, dass wir die wesentlichen Überlegungen, die einer Ratingänderung zugrunde liegen, offen legen.
- Die Marktteilnehmer haben eine recht hohe Erwartungshaltung, was die Rolle der Ratingagenturen als Instrumente zur Erreichung größerer Transparenz und umfassenderer Offenlegung seitens der Emittenten angeht. Die Investoren wünschen sich von den Ratingagenturen, dass sie von den Emittenten auch nichtöffentliche Informationen verlangen und diese einer noch sorgfältigeren Plausibilitätsprüfung unterziehen.

Wie deutet Moody's dieses Feedback?

Die unterschiedlichen Meinungsäußerungen werden von uns wie folgt gedeutet:

- Das Anleihe-Ratingsystem hat nach wie vor große Bedeutung für das Denken und Handeln der Anleger und Emittenten.
- Ratingstabilität wird von den Marktteilnehmern in hohem Maße geschätzt.
- Auf der Suche nach Anhaltspunkten für eine eventuelle Veränderung der Kreditqualität verfolgen die Investoren zahlreiche Komponenten des Ratingsystems, wie z. B. den Ratingausblick oder die Watchlist, und reagieren entsprechend.
- Für manche Anleger sind Ratings ein wichtiges Kreditdiagnostikum, sprich: ein Merkmal für den langfristigen fundamentalen Kreditausblick im Rahmen eines breiter angelegten, ganzheitlichen Kreditrisikosteuerungs- und Portfoliomanagementprozesses.
- Manche Investoren (insbesondere renditeorientierte Anleger) schenken Ratings weniger aufgrund ihrer Eigenschaft als Echtzeit-Inputgrößen für ihre Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen, sondern aufgrund interner oder durch Dritte auferlegter Portfoliorichtlinien Beachtung. Ratingstabilität wird von ihnen daher in hohem Maße geschätzt, um eine unvorhergesehene Neuordnung des Portfolios zu vermeiden.

- Da die Auffassung herrscht, dass sich das Verhalten der Ratingagenturen auf die Wertpapierkurse auswirkt, unternehmen die Investoren erhebliche Anstrengungen, um Ratingänderungen zu antizipieren.

Dies belegt, dass Anleihe-Ratings von den Marktteilnehmern sowohl zur langfristigen fundamentalen Kreditanalyse als auch zum Zwecke des Portfoliomanagements genutzt werden. Die Art und Weise, in der das Ratingsystem von Moody's gehandhabt wird, hat zur vielseitigen Verwendbarkeit der Ratings beigetragen. Diese zahlreichen Nutzungsmöglichkeiten haben jedoch erhebliche Auswirkungen auf das Verhalten und die Entwicklung der Ratings, weshalb Moody's und die Nutzer von Moody's-Ratings stets bedenken müssen, wie sich diese unterschiedlichen Nutzungen auf die Nutzbarkeit der Ratings für andere als die beabsichtigten Zwecke auswirken könnten.

Unser Ziel ist es, die beabsichtigte Bedeutung unserer Ratings so transparent wie möglich darzustellen, um Missverständnissen über unsere Tätigkeit vorzubeugen und durch unser Verhalten zu größerer Effizienz an den Fremdkapitalmärkten beizutragen.

Die Grundprinzipien von Moody's bei der Ratingerteilung

Es gibt eine Reihe grundlegender Prinzipien, die unser Handeln bestimmen und die sämtlichen Marktteilnehmern bewusst sein sollten.

1. *Auswirkung von Geschäftsbeziehungen:* Die Höhe der von Moody's erteilten Ratings hängt weder von der Existenz einer geschäftlichen Beziehung zwischen Moody's und dem Emittenten noch von der Art der bestehenden Geschäftsbeziehung ab.
2. *Sorgfalt bei der Durchführung des Ratingprozesses:* Aufgrund der potenziellen Bedeutung eines Ratings für den Emittenten und die Investoren bezieht Moody's alle für das Rating relevanten Informationen, die seitens des Emittenten und seiner Berater zur Verfügung gestellt wurden, sorgfältig in seine Überlegungen ein. Moody's ist sich darüber bewusst, dass sich seine Ratings zu einer „Selffulfilling Prophecy“ - einer sich selbst erfüllenden Voraussage - entwickeln können. Im Falle einer Ratingheraufstufung kann dies leichteren Kapitalmarktzugang und geringere Zinsaufwendungen für die Emittenten sowie günstigere Wertpapierkurse für die Investoren bedeuten; im Falle einer Herabstufung höhere Kapitalkosten für die Emittenten sowie Portfolioneuordnung und Verluste für die Investoren, im schlimmsten Fall sogar das Versiegen jeglicher Kapitalquellen für den Emittenten oder auch Zahlungsunfähigkeit. Insbesondere bei Herabstufungen macht es die potenzielle Eigenschaft der Ratings als sich selbst erfüllende Voraussage erforderlich, dass Moody's alles daran setzt, „falsche“ negative Prognosen zu vermeiden. Moody's respektiert die Auffassung der Emittenten, Investoren und Intermediäre, dass wir uns über die potenziell schädlichen Auswirkungen unserer Entscheidungen im Klaren sein sollten. Dementsprechend werden wir zwar nicht darauf verzichten, uns eine Ratingmeinung zu bilden und diese gegebenenfalls auch zu veröffentlichen, aber wir werden den Ratingprozess in aller Sorgfalt durchführen und möglicherweise auch gewisse Verzögerungen in Kauf nehmen, um sicherzustellen, dass sämtliche relevanten Informationen berücksichtigt werden. Außert ein Emittent jedoch den Wunsch, ein Wertpapier noch vor Abschluss des Ratingverfahrens zu begeben, könnte Moody's den Prozess beschleunigen und ein Rating auf der Grundlage der zu diesem Zeitpunkt verfügbaren Informationen erteilen.
3. *Auswirkungen einer Ratingaktion auf den Emittenten:* Moody's erteilt und ändert Ratings ohne Rücksicht auf die Auswirkungen der betreffenden Ratingaktion auf den Emittenten, einschließlich der möglichen Folgen für dessen Marktzugang oder die von ihm eingegangenen und an bestimmte Bedingungen geknüpften Verpflichtungen. Die Ratings, die Moody's für einen Emittenten erteilt, der unter Umständen mit solchen veränderten Gegebenheiten konfrontiert ist, sind Ausdruck unserer Einschätzung der Kreditwürdigkeit dieses Emittenten unter Berücksichtigung derartiger Aspekte.
4. *Ratingtrigger:* Ratingtrigger - insbesondere, wenn sie eng an ein bestehendes Rating geknüpft sind und umfangreiche Gegenmaßnahmen, wie Rückzahlungen oder die Hinterlegung von Sicherheiten, erforderlich machen - können die Bandbreite möglicher Ratings für ein Unternehmen erheblich einschränken und zusätzliche Volatilität in Bezug auf die Kreditwürdigkeit des Unternehmens schaffen. Die Einbeziehung von Ratings in Triggern kann das Rating zu einem kausalen Bestandteil der Bonität eines Unternehmens machen. Moody's behandelt Ratingtrigger im Rahmen des Ratingsystems wie jeden anderen Aspekt, der an eine bestimmte Bedingung geknüpft ist, etwa Aktienkurs-Trigger oder MAC-Klauseln für Fälle von wesentlicher nachteiliger Veränderung. Soweit diese konditionalen Faktoren direkten Einfluss auf die künftige Bonität (oder gar den Fortbestand) eines Unternehmens haben, geht Moody's umso sorgfältiger bei der Ratingerteilung vor. Allerdings werden wir deshalb weder auf die Durchführung einer Ratingaktion verzichten, noch es zulassen, dass eine Ratingaktion durch den gezielten Einsatz unserer Ratings von Unternehmerseite verzögert wird. Die drei Schlüsselemente, die Moody's im Rahmen der Handhabung seines Ratingsystems speziell auf Ratingtrigger anwendet, sind:

- Kenntnis: Moody's versucht, möglichst umfassende Kenntnis von bestehenden Ratingtriggern und anderen bedingten Ansprüchen gegenüber sämtlichen gerateten Emittenten zu erlangen.² Je nach deren eventuellen Auswirkungen - oder auch, falls uns die Existenz von Ratingtriggern verborgen bleibt - besteht die Möglichkeit, dass kein fundiertes analytisches Urteil abgegeben werden kann.
 - Analyse: Moody's vertritt eine differenzierte und konsistente Sichtweise bezüglich der Implikationen und Auswirkungen von Ratingtriggern insbesondere in all jenen Bereichen, in denen Moody's nicht an deren Entstehung beteiligt ist (z. B. überall dort, wo der Bereich der strukturierten Finanzierungen betroffen ist) und wo sich das Spektrum möglicher Nutzungen rasch erweitert.
 - Offenlegung und Diskussion: Wir bemühen uns, die Ergebnisse unserer Analysen unverzüglich vorzulegen - zunächst dem Emittenten und seiner Bank und dann den übrigen Marktteilnehmern. Die Offenlegung gegenüber den Märkten erfolgt jedoch unter strengster Wahrung der Vertraulichkeit aller nichtöffentlichen Informationen, die uns seitens des Emittenten oder seiner Vertreter zur Verfügung gestellt wurden.
5. *Ratings als Prognosen mit Unsicherheitsfaktor*: Moody's-Ratings sind vorausschauende Meinungsäußerungen über die künftige relative Kreditwürdigkeit eines Emittenten. Moody's ist sich darüber im Klaren, dass es - wie bei jeder Vorhersage - eine ganze Reihe möglicher Resultate gibt, die sich letztlich ergeben können, und dass jede Prognose mit einem gewissen Maß an Unsicherheit behaftet ist. Sollten wir feststellen, dass sich für einen Emittenten nur äußerst wenige, dafür aber vollkommen unterschiedliche Resultate ergeben (wie beispielsweise im Falle einer Fusion oder falls Verpflichtungen bestehen, die an umfangreiche Bedingungen geknüpft sind), wird sich unsere Ratingentscheidung in aller Regel auf das Resultat gründen, das uns am wahrscheinlichsten erscheint; normalerweise wird sich das Rating aber nicht auf eine bloße Gewichtung der Eintrittswahrscheinlichkeit der einzelnen Resultate stützen. Moody's ist bestrebt, die Beweggründe für seine Ratingentscheidungen so klar wie möglich darzulegen. Dabei gilt die vertrauliche Behandlung aller nichtöffentlichen Informationen, die uns seitens des Emittenten oder seiner Vertreter zur Verfügung gestellt werden, als oberstes Gebot. Wann immer sich aufgrund bedingter Ereignisse eine größere Dispersion möglicher Resultate ergibt, wird Moody's versuchen, das Ausmaß etwaiger künftiger Ratingänderungen zu umreißen und einen Anhaltspunkt dafür zu geben, für wie wahrscheinlich wir die einzelnen Resultate halten. *Mit dieser für Moody's neuen Vorgehensweise wird dem Wunsch der Anleger nach größerer Transparenz in diesem Bereich Rechnung getragen.*
6. *Vertrauliche nichtöffentliche Informationen*: Moody's nutzt vertrauliche nichtöffentliche Informationen der Emittenten ausschließlich zum Zwecke der Ratingerteilung. Ohne Erlaubnis des Emittenten werden entsprechende Informationen weder im Rahmen der Veröffentlichung von Presseerklärungen oder sonstigem ratingbezogenem Research noch im Rahmen von Gesprächen zwischen unseren Analysten und Investoren oder anderen Emittenten publik gemacht. Im Rahmen von Gerichtsverfahren können diese Informationen jedoch offengelegt werden. Moody's ist der Auffassung, dass der Effizienz an den Kapitalmärkten am besten dadurch gedient wird, dass es den Emittenten gestattet bleibt, wesentliche nichtöffentliche Informationen gegenüber den Ratingagenturen zu deren ausschließlicher Nutzung im Rahmen des Entscheidungsfindungsprozesses preiszugeben. Sollte eine umfassendere Offenlegung nichtöffentlicher Informationen, die aller Voraussicht nach Auswirkungen auf eine Ratingentscheidung haben, von staatlicher Seite befürwortet werden, sollten die Behörden die Offenlegung dieser Informationen eher von den Emittenten verlangen, als die Ratingagenturen hierzu zu verpflichten.

Moody's-Ratings für Unternehmensanleihen

Die von Moody's erteilten Ratings sind Meinungen über die künftige relative Kreditwürdigkeit eines Emittenten basierend auf einer fundamentalen Kreditanalyse, ausgedrückt durch die bekannten Ratingsymbole von Aaa bis C. Die fundamentale Kreditanalyse umfasst eine Bewertung der Geschäftsposition, eine Jahresabschlussanalyse und eine Beurteilung der Managementqualität. Mit ihrer Hilfe soll eine Prognose abgegeben werden über die Entwicklung der Bonität bzw. Kreditqualität von Unternehmen, Anleihen oder anderen Finanzpapieren unter Zugrundelegung verschiedener plausibler wirtschaftlicher und kreditbezogener (Stress-)Szenarien.

Bonitätsbeurteilungen sind ein objektives, konsistentes und leicht zu handhabendes Instrument zur Messung der Kreditwürdigkeit. Als solche verbessern sie den Informationsfluss zwischen institutionellen Schuldnern (Emittenten) und Gläubigern (Investoren). In der Regel wissen die Kreditnehmer mehr über ihr Unternehmen als die Gläubiger. Moody's trägt dazu bei, diese Informationsasymmetrie abzubauen. Ratings erhöhen somit die potenzielle Nachfrage

2. *Moody's kann jedoch keinen Emittenten zur Offenlegung der Art oder des Ausmaßes der Nutzung von Ratingtriggern zwingen. Kommt ein Emittent zu dem Schluss, dass die Offenlegung laut Wertpapiergesetz nicht erforderlich ist, und bleibt er uns auch ansonsten eine Antwort auf die Frage nach der Nutzung von Ratingtriggern schuldig, können sich weder Moody's noch die Investoren ein vollständiges Bild vom Kreditprofil des Emittenten machen.*

nach den Schuldverschreibungen eines Emittenten. Für die Anleger verringern sich darüber hinaus die Kosten für die Sammlung und Auswertung von Informationen sowie die laufende Beobachtung der finanziellen Situation eines Schuldners, denn die Ratingagenturen bieten Größenvorteile und sind auf die Ausübung dieser Funktionen spezialisiert. Alles in allem senken Bonitätsbeurteilungen die Kosten für die Aufnahme und Vergabe von Krediten und führen insgesamt zu einer Steigerung der Markteffizienz sowohl für die Emittenten als auch die Investoren.

Neben dieser Kernfunktion dienen Ratings mittlerweile noch einer Vielzahl weiterer Zwecke. Sparer, wie auch die Institute, die Geldanlagen vermitteln, stützen sich auf Ratings zur Minimierung der Kosten für die Überwachung der von den Vermögensverwaltern eingegangenen Risiken und nutzen sie als Bezugsgrößen zur Feststellung der Leistungsfähigkeit der Investmentmanager. Anleger und Transaktionsparteien nehmen Ratings als Trigger in private Verträge auf, um sich vor einer eventuellen Verschlechterung der finanziellen Situation und damit der Kreditwürdigkeit eines Schuldners zu schützen. Vom Gesetzgeber und den Aufsichtsbehörden werden Ratings zur Messung und Begrenzung der von öffentlich regulierten Unternehmen eingegangenen Risiken eingesetzt, z. B. über die Einführung bestimmter Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung, um Bankeinleger, Anspruchsberechtigte aus Versicherungsverträgen und die Steuerzahler vor unnötigen Kosten zu bewahren. Viele dieser Nutzungsmöglichkeiten beruhen auf der Erkenntnis, dass Ratings bestimmten eingefahrenen Verhaltensmustern folgen.

Um das Verständnis der von Ratings - wie auch von Ratingausblicken und der Watchlist, die ebenso Bestandteile des Ratingsystems von Moody's sind - ausgehenden Signale zu fördern, gehen wir in den folgenden Abschnitten näher auf die beabsichtigte Bedeutung der von Moody's erteilten Anleihe-Ratings und deren empirisches Verhalten ein. Unsere Gespräche mit den Marktteilnehmern lassen darauf schließen, dass größere Transparenz bei der Erstellung von Bonitätsbeurteilungen und der Darlegung ihrer jeweiligen Bedeutung dazu beitragen kann, dass die Investoren Ratings im Rahmen ihrer Anlageentscheidungen noch nutzbringender einsetzen können. In den nachfolgenden Abschnitten äußern wir uns zur Nützlichkeit von Ratings aus unserer Sicht, geben einen Überblick über die bei unseren Ratings festgestellten Verhaltensmuster und setzen uns mit einer Reihe von Aspekten auseinander, die u. a. von Investoren im Rahmen der jüngsten Kreditausfälle großer Emittenten aufgeworfen wurden. Darüber hinaus nehmen wir zur Erwartungshaltung der Marktteilnehmer in Bezug auf das Verhalten unserer Ratings vor dem Hintergrund der an den Fremdkapitalmärkten üblichen vielschichtigen Verwendungsmöglichkeiten von Ratings Stellung.

Fundamentale Kreditanalyse

Bei der Kreditanalyse handelt es sich um eine vorausschauende Meinungsäußerung (Vorhersage) über die Wahrscheinlichkeit, mit der ein Schuldner die von ihm zugesagten Zahlungen leisten wird. Da unterschiedlich hohe Rückzahlungsquoten (in Prozent des geschuldeten Kapitals) starken Einfluss auf das Anlageergebnis haben, fließt in unsere Analysen auch die Ausfallsschwere, also die Höhe der Verluste, ein. Das Analyseergebnis kann entweder als Ausfallwahrscheinlichkeit (oder Expected-Loss-Wert) für unterschiedliche Zeiträume oder als einfache Zahlen- und Buchstabenkombination in Form eines Anleihe-Ratings dargestellt werden. Auch wenn sie üblicherweise nicht als Schätzmaß für die Ausfallrate definiert sind, wird in der Regel davon ausgegangen, dass zwischen Ratings und der Häufigkeit später auftretender Zahlungsstörungen ein Zusammenhang besteht. Durch ein Moody's-Rating soll demnach eine Meinung über die relative Kreditwürdigkeit eines Emittenten bzw. die Kreditqualität einer Finanzverbindlichkeit ausgedrückt werden. Die sich daraus ergebende relative Rangfolge der bewerteten Emittenten und ihrer Verbindlichkeiten basiert auf langjährig erprobten und bewährten Grundsätzen der Kreditanalyse.³

Ratinganalysten setzen finanzielle Verhaltensmuster (einschließlich zahlreicher subjektiver Faktoren, wie Managementqualität) zu späteren Ausfall- oder Verlusterfahrungen in Beziehung. Bei manchen Konstellationen - etwa in Bezug auf die Verschuldung, den Deckungsgrad, die Liquidität oder die Rentabilität - kann ein Zusammenhang mit späteren Ausfall- und Verlusterfahrungen festgestellt werden, was sich dann in der entsprechenden Einteilung in die jeweilige Ratingkategorie niederschlägt.

Bei dem von Moody's durchgeführten Ratingprozess geht es außerdem um eine Beurteilung der Eintrittswahrscheinlichkeit verschiedener plausibler Szenarien bzw. Resultate - nicht um deren Vorhersage, sondern um deren Gewichtung entsprechend ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit und potenziellen Auswirkungen auf die Bonität bzw. Kreditqualität.⁴ Normale konjunkturelle Schwankungen sind in diesen Szenarien im Allgemeinen bereits

3. Veröffentlichungen zur Ratingmethodik von Moody's sind für nahezu alle Bereiche verfügbar, in denen Ratings erteilt werden (vgl. hierzu „Moody's Rating Methodology Handbook“ von Februar 2001).

4. Wie bereits erwähnt, werden wir uns für den Fall, dass sich nur eine äußerst begrenzte Zahl möglicher Szenarien ergibt - beispielsweise nur entweder Konkurs oder Fortbestand eines im Investmentbereich angesiedelten Unternehmens -, auf eines der Ratings festlegen, die sich aus den einzelnen Resultaten jeweils ergeben, anstatt aus allen Ratings einen Durchschnittswert zu bilden und dieses Rating dann zu erteilen. Dies trifft vor allem auf Fusionen und Übernahmen sowie auf Fälle zu, in denen es aufgrund von Ratingtriggern unter Umständen zu einem erzwungenen Resultat kommt, das mit dem Durchschnittsrating nicht vereinbar ist.

berücksichtigt. Die Einbeziehung unserer Einschätzung bezüglich der Eintrittswahrscheinlichkeit dieser Szenarien verleiht unseren Ratings über mehrere Konjunkturzyklen hinweg eine relative Stabilität und einen gewissen „Weitblick“. Wäre dem nicht so, würden Ratinganpassungen aufgrund einigermaßen vorhersehbarer Veränderungen im makroökonomischen Umfeld, innerhalb der Branche oder in den finanzwirtschaftlichen Kennzahlen erfolgen.

Das Ratingsystem

Der Nutzen eines Ratingsystems wird durch die möglichst umfassende Abdeckung der Emittentenseite und die möglichst weitläufige Verbreitung der Ratings maximiert. Nicht minder entscheidend ist jedoch, dass die Nutzer von Anleihe-Ratings auch die anderen Signale verstehen, die - obwohl keine Ratings - mittlerweile zu einem ebenso festen Bestandteil des Ratingsystems geworden sind. Zu ihnen zählen etwa die Ratingausblicke und Watchlisten. Sie haben sich zu Instrumenten entwickelt, die dem Verlangen der Anleger nach Anhaltspunkten für die voraussichtliche Zielrichtung künftiger Ratingaktionen nachkommen.

Moody's hat Abläufe und Verfahren entwickelt, die gewährleisten, dass in unseren Meinungen das jeweils bestehende fundamentale Kreditrisiko zum Ausdruck kommt. Während es bei Finanzdaten (und Marktgegebenheiten) häufig zu Veränderungen kommen kann und auch kommt, gilt die Kreditwürdigkeit insbesondere bei höher bewerteten Unternehmen als intrinsisches Merkmal eines Emittenten, bei dem sich in der Regel keine so raschen Veränderungen ergeben. Die meisten Marktteilnehmer würden (ebenso richtig wie falsch) argumentieren, dass eine Ratingumkehrung - also eine Heraufstufung gefolgt von einer Herabstufung oder umgekehrt - innerhalb eines Zeitraums von beispielsweise drei Monaten Beleg für einen Rating-„Irrtum“ wäre.

Darüber hinaus senkt die potenzielle Eigenschaft von Ratings als sich selbst erfüllende Voraussage (verglichen mit anderen Methoden der Kreditrisikomessung) die Wahrscheinlichkeit „falscher“ negativer Prognosen, denn die Ratings selbst können kausalen Charakter haben, sei es aufgrund der Reaktion der Märkte auf eine Ratingänderung oder aufgrund der Einbeziehung von Ratings in Vereinbarungen zwischen Emittenten und Investoren oder anderen Parteien (Ratingtrigger).⁵ Dies liegt jedoch nicht daran, dass die Ratingagenturen ihre Aufgaben unsachgemäß oder anders als bisher wahrnehmen - im Gegenteil: ihre erwiesene Zuverlässigkeit und ihre Objektivität sorgen dafür, dass die Märkte derart auf Ratingänderungen reagieren, dass sie neben größtmöglicher Sorgfalt zusätzliche Signale wie Ratingausblicke und Watchlisten fordern.

Ein positiver, stabiler oder negativer Ratingausblick gibt Aufschluss über die voraussichtliche Zielrichtung möglicher Ratingaktionen, zu denen es mittelfristig, d. h. innerhalb der nächsten 18 Monate, kommen könnte. Für nahezu alle gerateten Unternehmen im Investmentbereich wurde ein Ratingausblick erteilt. Änderungen des Ratingausblicks können ausschließlich von einem ordentlichen Ratingkomitee beschlossen werden. Moody's hat die Beziehung zwischen Ratingausblicken und späteren Ratingänderungen noch nie systematisch untersucht. Gerade hieran wären die Märkte dem Vernehmen nach aber außerordentlich stark interessiert. Um diesem Wunsch zu entsprechen, wird Moody's künftig solche Untersuchungen anstellen und die Ergebnisse veröffentlichen.

Sind die dem aktuellen Rating zugrunde liegenden Annahmen oder Daten nicht mehr mit den tatsächlichen Gegebenheiten vereinbar, weil sich die wesentlichen Einflussfaktoren geändert haben, wird das Rating zwecks Überprüfung auf die Watchlist gesetzt. In der Watchlist werden alle Emittenten bzw. Schuldtitel aufgeführt, deren Rating formell im Hinblick auf eine eventuelle Herabstufung, Heraufstufung oder auch ohne konkrete Zielrichtung überprüft wird. Nach Abschluss der Überprüfung - üblicherweise innerhalb von 60 Tagen nach Aufnahme in die Watchlist - untersuchen wir, ob die Risiken und der zu erwartende Verlust (Expected Loss) noch mit dem erteilten Rating in Einklang stehen. Die Watchlist stellt zwar keine Garantie oder Verpflichtung dar, ein Rating innerhalb eines bestimmten Zeitraums oder überhaupt zu ändern, historisch betrachtet führten jedoch zwischen 66 und 76 % aller Ratingüberprüfungen auch zu einer Änderung in die zu Beginn der Überprüfung angezeigte (und nur selten in die entgegengesetzte) Richtung.⁶

Es bedarf des formellen Beschlusses eines ordentlichen Ratingkomitees, um einen Emittenten auf die Watchlist zu setzen, und eines neuen Komitees, um ihn wieder von der Watchlist zu nehmen - sei es durch Änderung oder Bestätigung des aktuellen Ratings. In den meisten Fällen findet zwischen den Mitgliedern des Ratingkomitees und der Firmenleitung ein Treffen statt, nachdem das Unternehmen auf die Watchlist gesetzt wurde. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse finden wesentliche Berücksichtigung bei der späteren Bestätigung oder Änderung des Ratings.

Diese Vorgehensweise bewirkt, dass Ratingänderungen umsichtig und häufig auch schrittweise erfolgen. Dadurch mag zwar der Informationsgehalt einer Ratingänderung hinsichtlich des Ausmaßes und der Häufigkeit einzelner

5. Wie bereits erwähnt, werden wir es nicht zulassen, dass sich aus den möglichen kausalen Auswirkungen einer Ratingaktion irgendwelche Einschränkungen für unsere Ratings ergeben.

6. Vgl. „An Historical Analysis of Moody's Watchlist“ von Oktober 1998

Veränderungen der Kreditqualität bzw. Bonität sinken, unsere Gespräche mit den Nutzern von Ratings haben allerdings gezeigt, dass die Anleger und übrigen Nutzer ungeachtet der Kritik an der Rechtzeitigkeit von Ratingänderungen das System in seiner jetzigen Form vorziehen. Die Märkte schauen auf Ratings nicht primär als Kauf- oder Verkaufssignal, und sie wollen auch nicht, dass Ratings prozyklisch sind oder zusätzliche Volatilität schaffen. Unsere Aufgabe besteht darin, den Informationsgehalt unserer Ratings zu steigern, ohne dabei die Marktvolatilität unnötig zu erhöhen.

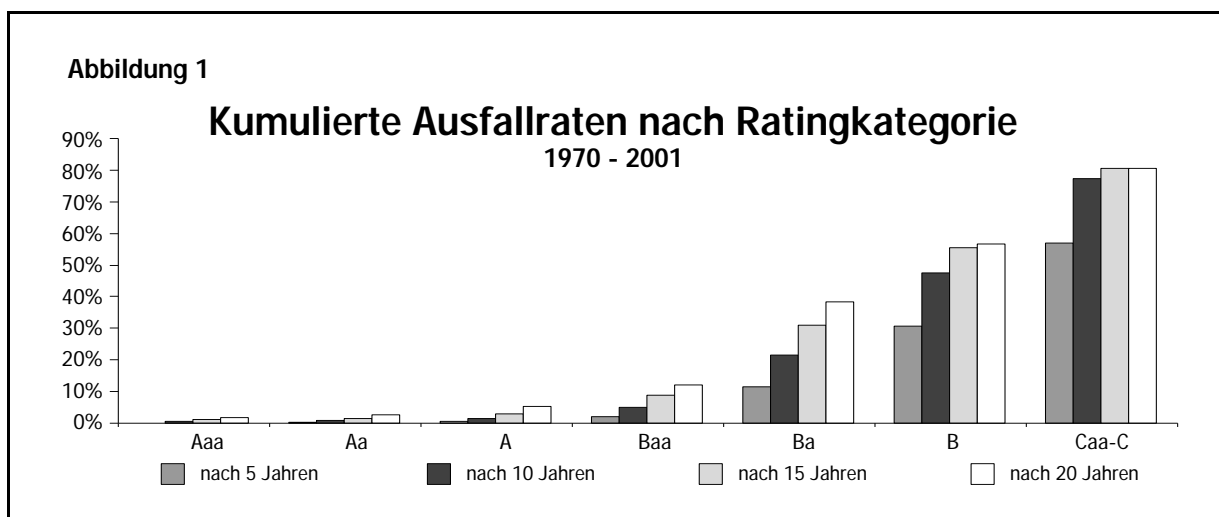
Die Ergebnisse unserer empirischen Untersuchungen

Bei den Anleihe-Ratings von Moody's handelt es sich um Vorhersagen über die relative Kreditwürdigkeit, die als relative Expected-Loss-Quote (für den zu erwartenden Verlust) definiert werden kann. Diese Expected-Loss-Quote wiederum wird durch das Produkt aus Ausfallwahrscheinlichkeit und Ausfallschwere gebildet. Unsere jährlichen Rückschauen auf Zahlungsausfälle bei Unternehmensanleihen und die jeweiligen Rückzahlungsquoten bieten eine Nachbetrachtung zur Entwicklung der von uns erteilten Ratings sowie eine Zusammenfassung der Ergebnisse unserer empirischen Untersuchungen zu den einzelnen Ratingdefinitionen und der Art und Weise, wie wir unser Ratingsystem handhaben. Diese Ergebnisse werden ergänzt durch eine Vielzahl von regelmäßig erscheinenden Publikationen zu unterschiedlichen Themenkomplexen, wie Ratingänderungen, Ausfallprognosen, Ratingkonsistenz und Ausfallschwere. (Eine Übersicht über das bereits erschienene Research finden Sie am Ende dieses Dokuments.)

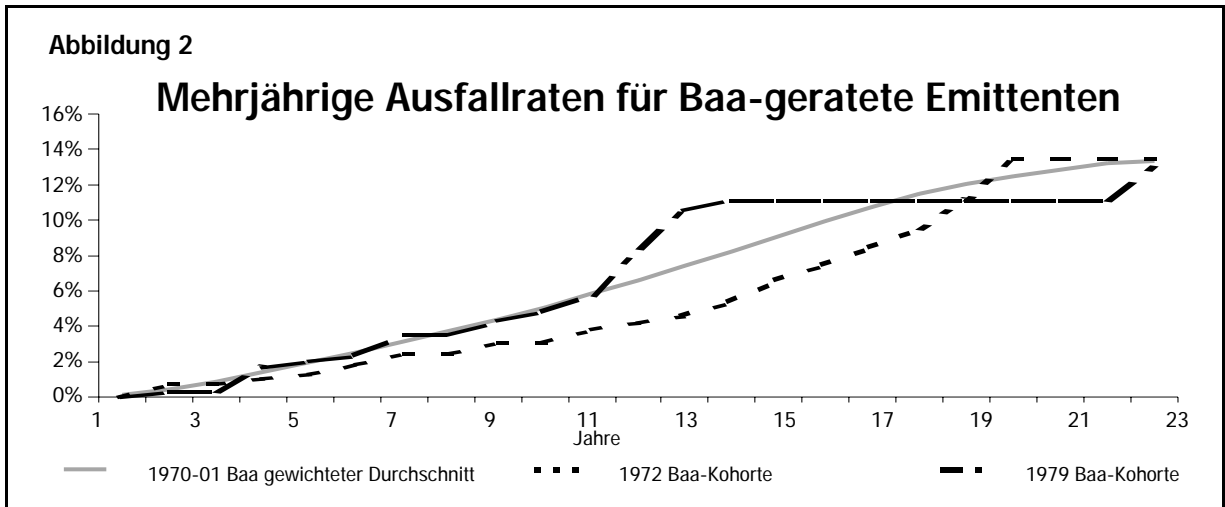
Bei mehr als 3500 der über 16000 Unternehmen, die von Moody's seit 1920 geratet wurden, ist es bereits zu einem Zahlungsausfall gekommen. Unsere Ausfallanalysen zeigen deutlich, welcher enger Zusammenhang zwischen den von uns erteilten Ratings und den später gemachten Ausfall- und Verlusterfahrungen über verschieden lange Anlagezeiträume hinweg durchschnittlich besteht. Der Großteil unserer empirischen Untersuchungen zu den groben Ratingkategorien (Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca und C) konzentriert sich auf die vergangenen drei Jahrzehnte. Soll jedoch die Leistungsfähigkeit der etwas feiner unterteilten - alphanumerischen - Ratings (unter Einbeziehung der numerischen Unterteilungen „1“, „2“ bzw. „3“) untersucht werden, berücksichtigen wir nur die seit 1983 verfügbaren Daten, da numerische Unterteilungen erst im April 1982 eingeführt wurden.

Kumulierte Ausfallraten nach Ratingkategorie

Abbildung 1 zeigt das Standardmaß für die Beziehung zwischen Rating und Ausfallrisiko, ausgedrückt durch die Unterschiede in den langfristigen kumulierten Ausfallraten der einzelnen Ratingkategorien. Selbst über Anlagezeiträume von 20 Jahren hinweg haben sich die von Moody's erteilten Ratings als zuverlässige Indikatoren für Unterschiede in der Ausprägung der jeweiligen Ausfallrisiken erwiesen.



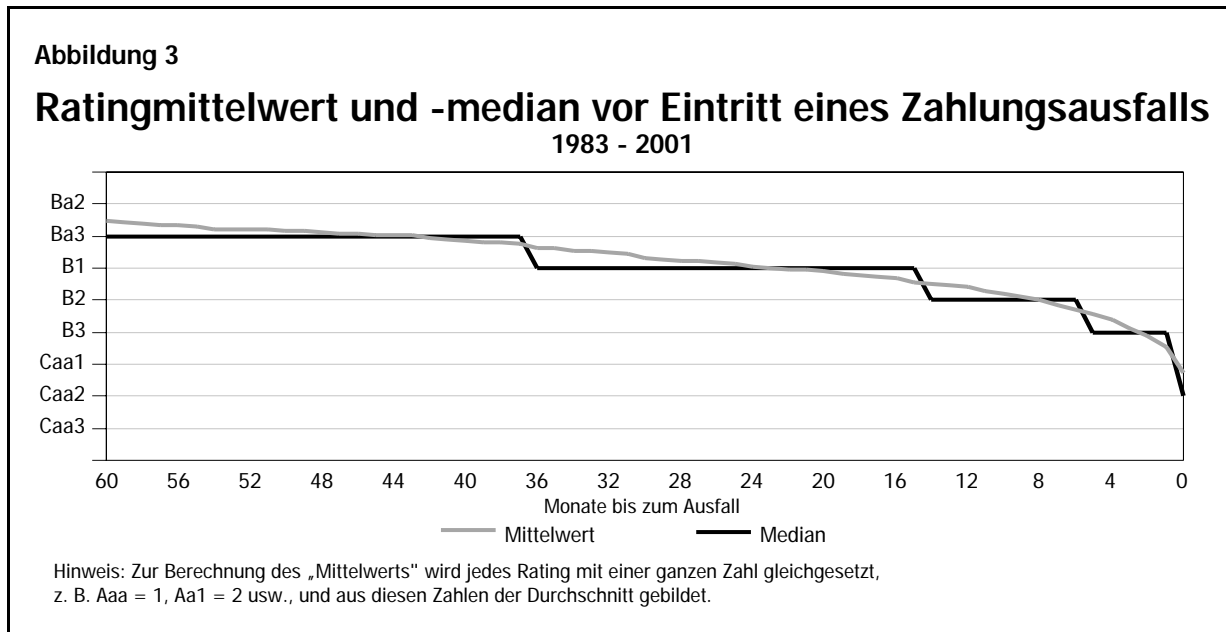
Wie aus Abbildung 1 hervorgeht, sind die von Moody's erteilten Anleihe-Ratings an keine konkreten Anlagezeiträume gebunden. Vielmehr liefern sie für unterschiedliche Zeithorizonte Hinweise auf das relative Ausfallrisiko. Am einfachsten lässt sich dies anhand der Art und Weise erläutern, wie Moody's die durchschnittliche kumulierte Ausfallrate berechnet. Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, fließen in die durchschnittliche kumulierte Ausfallrate die Ausfallerfahrungswerte vieler verschiedener Jahreskohorten (d. h. Gruppen von Emittenten, die im Jahr der Bildung der Kohorte alle dasselbe Rating aufwiesen) ein.



Über kürzere Zeiträume hinweg betrachtet lässt sich feststellen, dass die realisierten Ausfälle für ähnlich geratete Kohorten aus unterschiedlichen Entstehungsjahren häufig divergieren. Während beispielsweise die Baa-geratete Kohorte des Jahres 1979 innerhalb der ersten fünfzehn Jahre zumeist eine höhere kumulierte Ausfallrate aufwies als die Kohorte des Jahres 1972, näherten sich die kumulierten realisierten Ausfälle in den darauf folgenden Jahren einander wieder an.

Die langfristigen kumulierten Ausfallraten fassen die durchschnittlich realisierten Ausfälle als Funktion der Ratings zusammen, die den Emittenten viele Jahre vor einem Zahlungsausfall erteilt wurden. In der Praxis wird von Moody's kontinuierlich überwacht, wie sich die Bonität eines Emittenten im Laufe der Zeit entwickelt, und es werden - sollte sich die Kreditwürdigkeit eines Emittenten wesentlich verschlechtern oder verbessern - entsprechende Ratingänderungen vorgenommen.

Das Rating vor Eintritt eines Zahlungsausfalls



Wie aus Abbildung 3 hervorgeht, verfügen Unternehmen, die letztlich zahlungsunfähig werden, in der Regel bereits lange vor dem tatsächlichen Ausfallereignis über ein sehr niedriges Rating. Für gewöhnlich sind sie schon fünf Jahre vor dem Ausfall im spekulativen Bereich bei Ba3 angesiedelt und liegen damit - unter Berücksichtigung auch der numerischen Unterteilungen - ganze 12 Ratingstufen unter der Bestnote Aaa. Drei Jahre vor dem Zahlungsausfall liegt das Rating üblicherweise bei B1 und verschlechtert sich danach kontinuierlich bis auf Caa2 zum Zeitpunkt der Zahlungsunfähigkeit.

Abbildung 4 zeigt die Verteilung der Ratings ein Jahr vor dem Zahlungsausfall. Dabei ist im unteren Bereich des spekulativen Segments eine vergleichsweise große Häufung festzustellen. Der Ratingmedian ein Jahr vor dem Ausfallereignis liegt bei B2, d. h., die Hälfte aller später zahlungsunfähigen Emittenten hatte ein solches oder niedrigeres Rating.

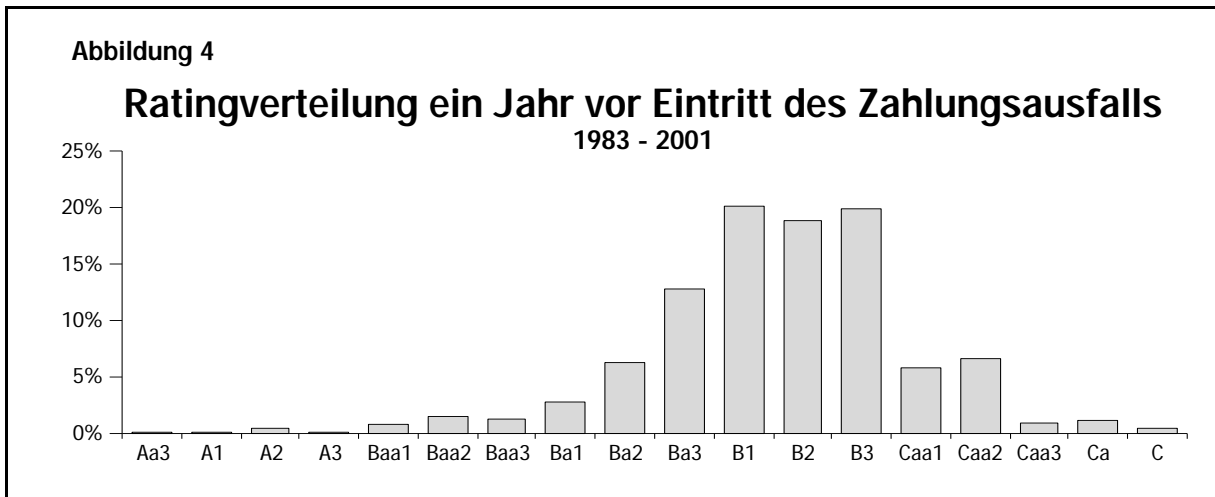
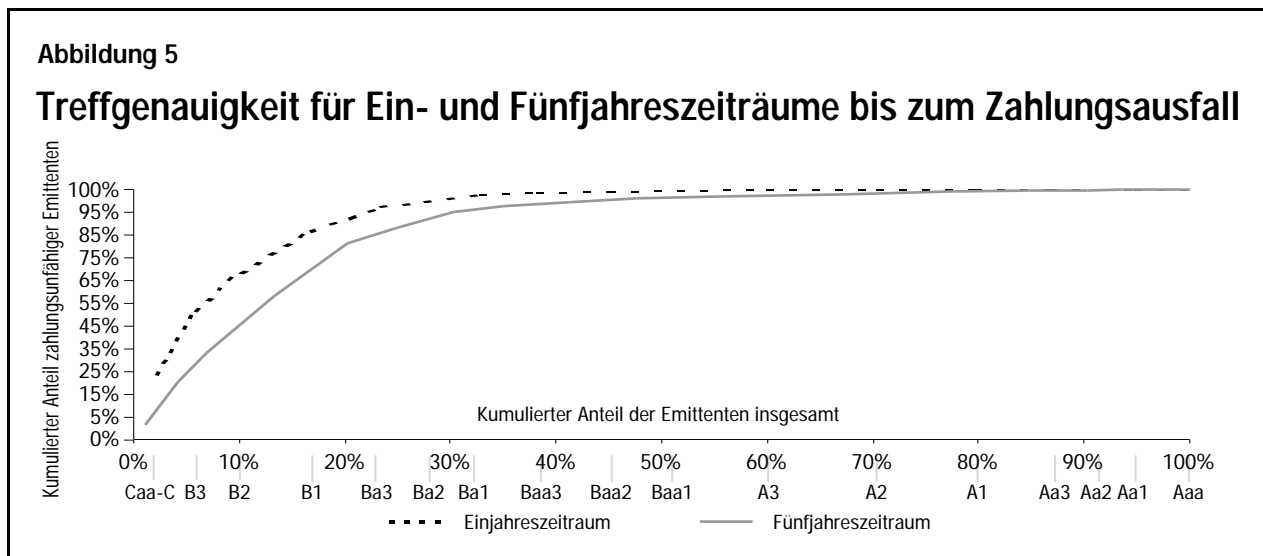


Abbildung 5 zeigt noch einmal aus einer anderen Perspektive die durch Ratings entstehende scharfe Trennung zwischen zahlungsunfähigen und nicht zahlungsunfähigen Unternehmen. Wie aus der Graphik hervorgeht, hatten über 90 % aller gerateten Firmen, die seit 1983 zahlungsunfähig wurden, zu Beginn des Jahres, in dem sich der Zahlungsausfall ereignete, ein Ba3- oder niedrigeres Rating; bei fast 80 % der Unternehmen lagen die Ratings sogar schon fünf Jahre vor Eintritt der Zahlungsunfähigkeit bei Ba3 oder darunter.



Variabilität der Ausfallraten nach Ratingkategorie

Die von Moody's erteilten Ratings messen das über eine längere Periode hinweg bestehende relative Kreditrisiko und geben keinerlei Auskunft über erwartete Ausfallwahrscheinlichkeiten für konkrete Zeiträume. Über kürzere Zeiträume hinweg betrachtet sind die festgestellten Ausfallhäufigkeiten nämlich recht variabel. Wie aus Abbildung 6 hervorgeht, sind die Standardabweichungen der kumulierten Fünfjahres- Ausfallraten beispielsweise fast so groß wie die für dieselben Kategorien ermittelten durchschnittlichen Fünfjahres-Ausfallraten; in den Ratingkategorien Aaa bis A sogar noch größer.

Abbildung 6

Kumulierte Fünfjahres-Ausfallraten für Jahreskohorten ab 1970 bis 1997

	Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	Maximum
Aaa	0.1%	0.6%	0.0%	2.5%
Aa	0.3%	0.5%	0.0%	1.9%
A	0.5%	0.7%	0.0%	2.6%
Baa	1.9%	1.4%	0.0%	5.4%
Ba	11.5%	7.4%	2.5%	24.0%
B	30.8%	12.2%	3.6%	44.6%
Caa-C	56.6%	25.1%	0.0%	100.0%

Aus Abbildung 6 geht ferner hervor, dass es in den niedrigeren Ratingkategorien eine breitere Streuung der realisierten Ausfallraten gibt, was auf zwei Faktoren zurückzuführen ist: Konjunkturelle Ereignisse wirken sich stärker auf niedriger bewertete Firmen aus, da diese schockanfälliger sind. Außerdem werden im Laufe des Kreditzyklus üblicherweise nur moderate und keine extremen Ratinganpassungen vorgenommen, da sowohl die Amplitude als auch die Wendepunkte eines Zyklus nur schwer vorhersehbar sind.

Der Grund, weshalb es bei den tatsächlichen Ausfallraten für Jahreskohorten zu einer Streuung kommt, liegt darin, dass Moody's nicht versucht, an konstanten *Ex-post*-Ausfallraten in verschiedenen Kreditzyklen festzuhalten. Da die von Moody's erteilten Ratings auf unterschiedlich lange Zeiträume ausgerichtet sind, wäre es selbst bei perfekter Kenntnis des Kreditzyklus schwierig, den „korrekten“ Umfang der aufgrund zyklischer Schwankungen erforderlichen Ratinganpassung festzulegen und gleichzeitig an konstanten *Ex-post*-Ausfallraten für die einzelnen Zeiträume festzuhalten.

Manche Investoren sind jedoch stark an den erwarteten absoluten Ausfallraten interessiert, die mit Ratings über kürzere Zeiträume hinweg - vor allem im High-Yield-Bereich - verbunden sind. Um den Bedürfnissen all dieser Anleger gerecht zu werden, bietet Moody's monatliche, auf Modellrechnungen beruhende Prognosen über die nach jeweils einem Jahr zu erwartenden Ausfallraten im spekulativen Bereich. Dieses Modell kann, wie vergleichbare andere Modelle auch, von den Investoren dazu genutzt werden, das relative, auf den gesamten Zyklus ausgerichtete („through-the-cycle“) Ratingsystem von Moody's auf ein zeitpunktbezogenes, absolutes („point-in-time“) Ratingsystem zu übertragen.

Ausfallschwere und Rückzahlungsquoten

Als Aussagen über zu erwartende Kredit- bzw. Forderungsausfälle geben die von Moody's erteilten Ratings eine Einschätzung sowohl bezüglich der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls als auch der Höhe der gegebenenfalls entstehenden Verluste (Ausfallschwere) wieder. Zwar weisen unterschiedliche Schuldverschreibungen desselben Schuldners in etwa dieselbe Ausfallwahrscheinlichkeit auf, die einzelnen Verbindlichkeiten des Emittenten lassen sich jedoch ohne weiteres nach der bei Eintritt eines Zahlungsausfalls jeweils zu erwartenden Ausfallschwere in unterschiedliche Kategorien unterteilen (vgl. Abbildung 7). Aus diesem Grund achtet Moody's bei der Bewertung von Schuldtiteln sehr genau auf die vereinbarten Sicherheiten und die Ranghaftigkeit der betreffenden Anlageinstrumente - zwei der wichtigsten Determinanten für die Rückzahlungsquote, mit der die Investoren nach einem Ausfall rechnen können. Moody's hat darüber hinaus eine umfassende Analyse der zyklischen Veränderungen bei den Rückzahlungsquoten für ausgefallene Anleihen durchgeführt und festgestellt, dass die durchschnittlichen Rückzahlungsquoten in Zeiten hoher relativer Ausfallraten niedriger und in Zeiten niedriger relativer Ausfallraten höher sind.⁷

Abbildung 7

Durchschnittliche Anleihekurse in Prozent des Nennwerts 1 Monat nach Ausfall, 1982-2001

Ranghaftigkeit	Rückzahlungsquote
Erstrangige besicherte Bankkredite	64%
Erstrangige unbesicherte Bankkredite	48%
Equipment Trust Certificates	66%
Erstrangige besicherte Anleihen	53%
Erstrangige unbesicherte Anleihen	40%
Bevorrechtigt nachrangige Anleihen	32%
Nachrangige Anleihen	31%
Nachgeordnet nachrangige Anleihen	22%

7. Die vollständigen Untersuchungsergebnisse können den beiden Studien „Default & Recovery Rates of Corporate Bond Issuers“ und „LossCalc: Moody's Model for Predicting Loss Given Default“ von Februar 2002 entnommen werden.

Ratingübergangsraten und serielle Abhängigkeit

Abbildung 8 zeigt die durchschnittlichen Einjahres-Ratingübergangsraten für die zwischen 1970 und 2001 aus erstrangigen unbesicherten Unternehmensanleihen gebildeten und entsprechend ihrer Größe (d. h. nach der Anzahl der Emittenten) gewichteten Jahreskohorten.

Abbildung 8

Durchschnittliche Einjahres-Ratingübergangsraten, 1970 - 2001

Rating		Rating Nach:								Zurückgezogenes Rating
Von:		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Ausfall	
Aaa	Aaa	89.09%	7.15%	0.79%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	2.94%
Aa	Aa	1.17%	88.00%	7.44%	0.27%	0.08%	0.01%	0.00%	0.02%	3.01%
A	A	0.05%	2.41%	89.01%	4.68%	0.49%	0.12%	0.01%	0.01%	3.21%
Baa	Baa	0.05%	0.25%	5.20%	84.55%	4.51%	0.69%	0.09%	0.15%	4.51%
Ba	Ba	0.02%	0.04%	0.47%	5.17%	79.35%	6.23%	0.42%	1.19%	7.11%
B	B	0.01%	0.02%	0.13%	0.38%	6.24%	77.82%	2.40%	6.34%	6.67%
Caa-C	Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.57%	1.47%	3.81%	62.90%	23.69%	7.56%

Aus Abbildung 8 gehen einige wichtige Merkmale für das Verhalten von Ratings und den Ratingprozess bei Moody's - jeweils über einen Zeitraum von einem Jahr betrachtet - hervor. Bei höheren Ratings ist die Wahrscheinlichkeit einer Änderung innerhalb eines Jahres in der Regel weniger wahrscheinlich als bei niedrigeren Ratings. So betrug z. B. die Unveränderlichkeitsrate für Aaa-geratete Emittenten rund 89 %, d. h. in rund 89 % aller Fälle blieben die Ratings Aaa-gerateter Emittenten innerhalb eines Jahres unverändert. Im Gegensatz dazu befanden sich nur knapp 78 % aller Emittenten, die zu Beginn des Jahres ein Rating der Kategorie B hatten, auch Ende des Jahres noch in derselben Kategorie. Der Matrix kann ferner entnommen werden, dass die Wahrscheinlichkeit einer Ratingherauf- oder -herabstufung bei Emittenten mit einem Rating in der Mitte der Skala etwa symmetrisch ist. Natürlich können sich Aaa-geratete Emittenten auf der Ratingskala nur nach unten und Caa-geratete Emittenten nur nach oben bewegen (oder über einen Zahlungsausfall oder ein zurückgezogenes Rating aus dem Pool ausscheiden).

Abbildung 9 zeigt eine so genannte „unbedingte“, d. h. nicht an Bedingungen geknüpfte Ratingübergangsmatrix, bei der alle Emittenten mit einem bestimmten Rating gleich behandelt werden - unabhängig davon, wie sie zu dem betreffenden Rating gekommen sind (also entweder im Rahmen der erstmaligen Ratingerteilung oder durch eine Herauf- oder Herabstufung).

Abbildung 9

Bedingte Einjahres-Ratingübergangsraten, 1984-2001				Bedingte Einjahres-Ausfallraten, 1984-2001			
nach diesen Ratingaktionen im Vorjahr				nach diesen Ratingaktionen im Vorjahr			
Ratingänderungen innerhalb eines Jahres	Heraufgestuft	Unverändert	Herabgestuft	Ursprüngliches Rating	Heraufgestuft	Unverändert	Herabgestuft
Heraufgestuft	16.17%	8.83%	7.46%	Ba1	0.00%	0.87%	1.09%
Unverändert	76.23%	76.73%	66.43%	Ba2	0.35%	0.60%	1.79%
Herabgestuft	6.86%	13.34%	20.33%	Ba3	2.31%	2.59%	3.53%
Ausfall	0.74%	1.10%	5.78%	B1	1.86%	3.97%	3.96%
	100.00%	100.00%	100.00%	B2	0.85%	5.25%	10.47%
				B3	11.70%	8.41%	23.00%
				Caa-C	11.86%	9.92%	32.38%

Abbildung 9 zeigt, dass die historischen Ratingübergangsraten je nachdem, ob das Rating eines Unternehmens im Vorjahr heraufgestuft, herabgestuft oder unverändert belassen wurde, tatsächlich stark variieren. Bei Unternehmen, die kürzlich heraufgestuft wurden, besteht im darauf folgenden Jahr eine etwa doppelt so hohe Wahrscheinlichkeit einer weiteren Heraufstufung wie bei Unternehmen, die vor kurzem herabgestuft wurden oder bei denen sich in letzter Zeit keinerlei Ratingänderungen ergeben haben. In ähnlicher Weise besteht bei Unternehmen, die kürzlich herabgestuft wurden, im darauf folgenden Jahr a) eine fast anderthalbmal so hohe Wahrscheinlichkeit einer weiteren Herabstufung und eine fünfmal so hohe Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls wie bei Unternehmen, deren Rating sich zuvor nicht geändert hatte, und b) eine dreimal höhere Wahrscheinlichkeit einer Herabstufung und eine fast achtmal höhere Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls als bei Unternehmen, die unlängst heraufgestuft wurden.

Diese Unterschiede in den Ratingübergangsraten für Emittenten, die zuvor herauf- oder herabgestuft wurden, muss man jedoch in einem breiteren Kontext sehen. Bei kurzfristiger Betrachtungsweise scheinen zwar ganz erhebliche Unterschiede zu bestehen, längerfristig betrachtet dürften die Unterschiede aber geringer ausfallen -

insbesondere bei Emittenten, für deren geänderte Ratings ein stabiler Ausblick erteilt wurde. Bei Emittenten, die sich entweder a) hinsichtlich einer eventuellen Herabstufung auf der Watchlist befinden oder für die im Anschluss an eine Herabstufung ein negativer Ratingausblick erteilt wurde oder die sich b) hinsichtlich einer eventuellen Heraufstufung auf der Watchlist befinden oder für die im Anschluss an eine Heraufstufung ein positiver Ratingausblick erteilt wurde, dürften diese Unterschiede hingegen stärker ausgeprägt sein.

Abbildung 9 zeigt ferner, dass die bedingten Einjahres-Ausfallraten je nachdem, ob es bei einem Emittenten im Vorjahr zu einer Ratingänderung gekommen ist oder nicht, mitunter voneinander abweichen. In manchen Ratingkategorien ist die Ausfallrate bei Emittenten, die im Jahr zuvor herabgestuft wurden, annähernd doppelt so hoch wie bei Emittenten, die über dasselbe Rating verfügen, im Jahr zuvor aber heraufgestuft wurden. In den Kategorien B2, B3 und Caa-C ist diese Anomalie auch auf den geringen Umfang der Stichproben aus heraufgestuften Emittenten mit ebensolchen Ratings zurückzuführen.

Die in Abbildung 9 aufgezeigte Ratingdynamik ist eine natürliche Folge der Art und Weise, wie wir unser Ratingsystem handhaben. Diese Vorgehensweise bewirkt vor allem zweierlei: a) eine Begrenzung des Ausmaßes potenzieller Ratingänderungen, falls die Möglichkeit einer baldigen Entwicklung des Ratings in die entgegengesetzte Richtung besteht, und b) eine Minderung des Grades der unter Umständen gegebenen Ratingvolatilität durch schrittweise Anpassung der Ratings an jegliche Veränderungen der kreditbezogenen Fundamentaldaten sowie durch Verwendung zusätzlicher Signale, mit denen eventuelle Ratingänderungen angezeigt werden (wie oben beschrieben). Neue Erkenntnisse, die wir zu diesen Auswirkungen gewinnen, werden wir im Rahmen weiterer Studien vorstellen.

Schlussbemerkungen

Zusammenfassend kann man sagen, dass Bonitätsbeurteilungen für eine scharfe Trennung zwischen relativen langfristigen Risiken sorgen. Sie sind nicht nur auf einen bestimmten Anlagezeitraum, sondern auf unterschiedlich lange Zeitspannen ausgerichtet. Überdies zielen sie nicht auf konstante, absolute Werte für die in den einzelnen Ratingkategorien jeweils zu erwartenden Kreditausfallraten ab. Investoren, die Bonitätsbeurteilungen optimal nutzen wollen, müssen sich über diese Eigenschaften von Ratings im Klaren sein.

Wir sind überzeugt, dass die Art und Weise, in der das Ratingsystem von uns gehandhabt wird, den Vorstellungen sowohl der Anleger als auch der Emittenten entspricht. Die Emittenten sind an stabilen Ratings interessiert und möchten in der Lage sein, ihre finanzielle Situation so gestalten zu können, dass Ratingänderungen vermieden werden. Die Anleger wiederum möchten frühzeitig über potenzielle Ratingänderungen in Kenntnis gesetzt werden. Dies liegt zum Teil an Anlagevorschriften und -beschränkungen, die ihnen mitunter von Seiten der Eigentümer von Investmentfonds oder von deren Vertretern, wie etwa den Treuhändern von Stiftungs- oder Pensionsfonds, auferlegt werden. Vor allem aber bezieht sich dies auf Ratingänderungen, die Auswirkungen auf diejenigen Indizes haben, an deren Entwicklung die Investoren selbst gemessen werden.

Wir haben uns ausführlich mit der Frage beschäftigt, ob der primäre soziale Nutzen von Ratings bzw. das von Ratingagenturen erzeugte öffentliche Gut, nämlich größere Kapitalmarkteffizienz, durch die Art und Weise, wie wir unser Ratingsystem handhaben, geschmälert wird. Wir sind jedoch zu der Auffassung gelangt, dass die von uns beschriebene Ratingdynamik weder die Effizienz an den Kapitalmärkten schmälert noch zu einer Vermögensumschichtung zwischen erfahrenen und weniger erfahrenen Anlegern führt.

Wir gehen allgemein nicht davon aus, dass die Informationen, die durch unsere Ratings, Ausblicke und Watchlisten vermittelt werden, einer bestimmten Klasse von Investoren einen Vorteil gegenüber einer anderen verschaffen. Moody's streut diese Informationen öffentlich und geht davon aus, dass sie von allen Marktteilnehmern gleichermaßen verstanden werden.

Wir sind ferner überzeugt, dass die Art und Weise, in der wir unser Ratingsystem handhaben, weder Emittenten noch Geschäfts- oder Investmentbanken, die Kredite an Emittenten vergeben haben oder denen sich die Chance auf Gebühren in beträchtlicher Größenordnung bietet, einen Vorteil gegenüber Anlegern mit entsprechenden (bestehenden oder beabsichtigten) Engagements verschafft. Unsere Gespräche mit der Käuferseite haben eindeutig bestätigt, dass Herabstufungen bei Investoren und Emittenten gleichermaßen unbeliebt sind - vermutlich sogar noch unbeliebter als bei Investmentbanken, für die sich zahlreiche Möglichkeiten ergeben, zusätzliche Gebühren zu kassieren - darunter auch aus Herabstufungen.

Darüber hinaus haben wir festgestellt, dass Unternehmensanleihen in der Regel nicht von Einzelpersonen, sondern von Finanzinstituten gehalten oder auch von Pensions- und Investmentfonds, für die institutionelle Vermögensverwalter beratend tätig sind, als Anlageform genutzt werden. Wir gehen davon aus, dass sich die institutionellen Anleger über die charakteristischen Eigenschaften des Ratingsystems von Moody's vollkommen im

Klaren sind.⁸ Außerdem herrscht an den Märkten Einvernehmen darüber, dass die Anleihekurse in der Regel auf Veränderungen des Ratingausblicks, auf Ratingüberprüfungen (Watchlist-Aktionen) sowie auf Änderungen des Ratings selbst reagieren. Bisher hat Moody's keine Datenbank unterhalten, in der sämtliche Ratingausblicke verzeichnet waren. Eine solche Datenbank wird jedoch in Kürze eingerichtet. Gleichzeitig werden wir genau verfolgen, analysieren und veröffentlichen, wie sich die Anleihekurse nach einer Änderung des Ausblicks, einer Watchlist-Aktion oder einer Änderung des Ratings entwickeln. Schließlich sollen Emittenten, Investoren, Fondseigentümer und deren Vertreter mit Hilfe dieser Studie zu einem besseren Verständnis von der Art und Weise der Handhabung des Ratingsystems durch Moody's gelangen, um es für jeden gewünschten Zweck nutzen zu können.

Um dies zu erreichen und auch, um das Verständnis sowohl der Signale, die von Anleihe-Ratings ausgehen, als auch der übrigen Signale wie Ausblick und Watchlist, die ebenfalls Teil des Ratingsystems sind, zu fördern, haben wir detailliert beschrieben, wie Moody's seine Anleihe-Ratingaktivitäten durchführt und künftig durchführen wird, worin die Bedeutung der von Moody's erteilten Ratings besteht und welche empirischen Eigenschaften sie aufweisen. Unsere Gespräche mit den Marktteilnehmern lassen darauf schließen, dass größere Transparenz in Bezug auf unsere Vorgehensweise sowie in Bezug auf die Bedeutung und Eigenschaften unserer Ratings dazu beitragen kann, dass die Nutzer sie im Rahmen ihrer Finanzierungs-, Anlage- und sonstigen Entscheidungsprozesse noch nutzbringender einsetzen können. Unsere Anleihe-Ratings stellen keine „hochfrequenten“ Informationsquellen dar. Sie basieren vielmehr auf gründlichen und sorgfältigen Analysen, und es hat mitunter nur den Anschein, als würden sie der Marktentwicklung „hinterherhinken“.

Dennoch sind wir überzeugt, dass ein Ratingsystem, mit dessen Hilfe unabhängige Einschätzungen zur Bonität bzw. Kreditqualität abgegeben werden, die sich auf fundamentale Analysen stützen, ein wertvolles Instrument zur Überwindung der zwischen Kreditnehmern und Kreditgebern an den internationalen Kapitalmärkten bestehenden Informationsasymmetrie darstellt und sowohl zu gesteigertem Anlegerschutz als auch zu größerer Markteffizienz beiträgt. Unser Ziel ist es, das Ratingsystem weiterhin so zu handhaben, dass es den Bedürfnissen der Marktteilnehmer optimal gerecht wird und die Effizienz an den Kapitalmärkten steigert.

8. Moody's wird die Entwicklung direkter Einzelengagements am Markt für Unternehmensanleihen auch in Zukunft weiter verfolgen und hat z. B. festgestellt, dass im Jahr 2001 eine erhebliche Anzahl von strukturierten Notes auf der Basis von Unternehmensanleihen für Privatkunden begeben wurde.

Bibliographie

Zu dieser Thematik sind von Moody's folgende Special Comments erschienen:

1. „*Default & Recovery Rates of Corporate Bond Issuers: A Statistical Review of Moody's Ratings Performance 1970-2001*“, Februar 2002
2. „*Moody's Rating Migration and Credit Quality Correlation, 1920-1996*“, Juli 1997
3. „*Predicting Default Rates: A Forecasting Model for Moody's Issuer-Based Default Rates*“, August 1999
4. „*Debt Recoveries for Corporate Bankruptcies*“, Juni 1999
5. „*An Historical Analysis of Moody's Watchlists*“, Oktober 1998
6. „*Testing for Rating Consistency in Annual Default Rates*“, Februar 2001

Weitere Exemplare dieser Veröffentlichung (Mindestabnahme 100 Stück) können Sie in den USA unter der Telefonnummer +1 212 553-1658 bestellen.
In Deutschland stehen wir Ihnen unter der Telefonnummer +49 69 70730-700 jederzeit gerne zur Verfügung.

Bericht Nr. 76552 (deutsche Fassung)
Bericht Nr. 74982 (englische Fassung: „Understanding Moody's Corporate Bond Ratings and Rating Process“)

Autor	Übersetzung	Layout
Jerome S. Fons	Holger Ziegler	Phillip Stone

© Urheberrecht 2002: Moody's Investors Service, Inc., 99 Church Street, New York/New York 10007. Alle Rechte vorbehalten. SÄMTLICHE HIERIN ENTHALTENEN INFORMATIONEN SIND IM NAMEN VON MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. (MOODY'S) URHEBERRECHTLICH GESCHÜTZT UND DÜRFEN VON NIEMANDEM OHNE VORHERIGE SCHRIFTLICHE GENEHMIGUNG VON MOODY'S GANZ ODER IN AUSZÜGEN AUF IRGEND EINE ART UND WEISE UND MIT WELCHEN MITTELN AUCH IMMER KOPIERT ODER SONST WIE VERVIELFÄLTIGT, NEU ZUSAMMENGESTELLT, WEITERÜBERMITTELT, ÜBERTRAGEN, VERBREITET, WEITERVERTRIEBEN ODER WIEDERVERKAUFT ODER ZUR SPÄTEREN NUTZUNG ZU EINEM DIESER ZWECKE AUFBEWAHRT ODER IN ANDERER WEISE VERWERTET WERDEN. Alle hierin enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von MOODY'S als präzise und zuverlässig erachtet werden. Aufgrund der Möglichkeit menschlichen Irrtums oder eines technischen Defekts oder aufgrund anderer Faktoren werden diese Informationen allerdings ohne jegliche Gewähr zur Verfügung gestellt. Insbesondere macht MOODY'S keinerlei Zusicherungen und übernimmt keinerlei Gewähr - weder explizit noch implizit - für die Genauigkeit, Aktualität, Vollständigkeit, Brauchbarkeit oder Eignung dieser Informationen für einen bestimmten Zweck. Jegliche Haftung seitens MOODY'S gegenüber natürlichen oder juristischen Personen für (a) einen Verlust oder Schaden, der ganz oder teilweise durch, aufgrund oder im Zusammenhang mit einem (aus Fahrlässigkeit oder anders begangenen) Fehler oder einem anderen Umstand oder unvorhergesehenen Ereignis in Verbindung mit der Beschaffung, Sammlung, Zusammenstellung, Analyse, Interpretation, Mitteilung, Veröffentlichung oder Weitergabe dieser Informationen entsteht, gleichgültig, ob es sich dabei um Gegebenheiten handelt, die im Einflussbereich von MOODY'S oder einer seiner Führungskräfte, Mitarbeiter oder Vertreter liegen oder nicht; bzw. für (b) mittelbare, unmittelbare, spezielle, Folge-, Ausgleichs- oder Nebenschäden (einschließlich - und zwar ohne jede Einschränkung - aller entgangenen Gewinne), die sich aus der Nutzung oder der Unmöglichkeit der Nutzung dieser Informationen ergeben, und zwar selbst dann, wenn MOODY'S im Vorfeld auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde, ist ausgeschlossen. Die Bonitätsbeurteilungen, die gegebenenfalls einen Teil der hierin enthaltenen Informationen darstellen, sind reine Meinungen und auch nur als solche aufzufassen; sie stellen keinesfalls Tatsachenfeststellungen oder Empfehlungen dar, bestimmte Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten. MOODY'S ÜBERNIMMT KEINE WIE AUCH IMMER GEARTETE GEWÄHR - WEDER EXPLIZIT NOCH IMPLIZIT - FÜR DIE GENAUIGKEIT, AKTUALITÄT, VOLLSTÄNDIGKEIT, BRAUCHBARKEIT ODER EIGNUNG EINER SOLCHEN BEURTEILUNG ODER SONSTIGEN MEINUNG ODER INFORMATION FÜR EINEN BESTIMMTEN ZWECK. Jede Beurteilung oder sonstige Meinung darf nur als ein Faktor von vielen in eine Anlageentscheidung einfließen, die seitens oder im Auftrag irgendeines Nutzers der hierin enthaltenen Informationen getroffen wird. Dementsprechend muss jeder dieser Nutzer auch für jedes Wertpapier und für jeden Emittenten, Bürgen und Sicherheitengeber eines jeden Wertpapiers, das er zu kaufen, halten oder zu verkaufen gedenkt, eigene Untersuchungen anstellen und eine eigene Bewertung vornehmen. Gemäß Paragraph 17(b) des US-amerikanischen Wertpapiergesetzes von 1933 legt MOODY'S hiermit offen, dass sich die meisten Emittenten von Schuldtiteln (einschließlich Unternehmens- und Kommunalanleihen, ungesicherten Schuldverschreibungen, Notes und Commercial Paper) und Vorzugsaktien, die von MOODY'S geratet wurden, vor der Erteilung des Ratings dazu bereit erklärt haben, MOODY'S für deren Bewertung und die im Zusammenhang mit dem Rating erbrachten Leistungen eine Gebühr zwischen 1000 und 1,5 Mio. US-Dollar zu zahlen.