

Dr. Andreas Horsch

Rating in der Versicherungswirtschaft

Eine ökonomische Analyse

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

© 2006 Verlag Versicherungswirtschaft GmbH Karlsruhe

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urhebergesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags Versicherungswirtschaft GmbH, Karlsruhe. Jegliche unzulässige Nutzung des Werkes berechtigt den Verlag Versicherungswirtschaft GmbH zum Schadenersatz gegen den oder die jeweiligen Nutzer.

Bei jeder autorisierten Nutzung des Werkes ist die folgende Quellenangabe an branchenüblicher Stelle vorzunehmen:

© 2006 Verlag Versicherungswirtschaft GmbH Karlsruhe

Jegliche Nutzung ohne die Quellenangabe in der vorstehenden Form berechtigt den Verlag Versicherungswirtschaft GmbH zum Schadenersatz gegen den oder die jeweiligen Nutzer.

Herstellung printsystem GmbH Heimsheim

ISSN 0947-6067

ISBN 3-89952-262-1

Gefördert durch

Aon Aon Jauch & Hübener

www.aon-jh.de

Herausgeber:
Hamburger Gesellschaft
zur Förderung des Versicherungswesens mbH
Heidenkampsweg 58
D 20097 Hamburg

www.hgfv.de

Band 31
Mai 2006

Vorwort

Ratings sind mittlerweile feste Bestandteile unseres Wirtschaftslebens. Investoren bedienen sich ihrer bei Anlageentscheidungen, Medien verwenden sie bei der Berichterstattung, sogar politische Entscheidungsträger scheinen nicht mehr ohne sie auszukommen und mehr und mehr nimmt die Öffentlichkeit Anteil an den Ergebnissen der Ratingagenturen.

Auch die Versicherungswirtschaft ist nach längerer Anlaufphase nunmehr anerkannter Gegenstand von Ratings verschiedener Struktur und Qualität. Hier kommen zu dem eingangs genannten Personenkreis als Interessenten noch die Versicherungsvermittler, die Versicherungsnehmer und schließlich auch die Versicherer selbst hinzu, sei es z. B. um die Qualität von weniger bekannten Rückversicherern einschätzen zu können, sei es um den eigenen Ruf am Markt zu steigern oder zu festigen.

In seiner ökonomischen Analyse konzentriert sich der Verfasser auf das Rating in der Versicherungswirtschaft, nicht ohne den Finanzdienstleistungssektor insgesamt aus den Augen zu verlieren. Er legt dar, weshalb Ratingagenturen als Informationsintermediäre gerade im Versicherungssektor mit seinen Marktunvollkommenheiten in Form von Transaktionskosten und Informationsasymmetrien ihre Existenzberechtigung haben, wobei er darauf hinweist, dass die sich Informationsintermediären bietenden Gelegenheiten zur Informationsbereitstellung an andere Marktteilnehmer auch tatsächlich wahrgenommen werden müssen, was bei mangelnder unternehmerischer Initiative unterbleiben kann.

Der Verfasser geht auf die Objekte und Arten, die Interessenten, Initiatoren und Produzenten von Versicherungsratings ein und schildert die Entwicklungspotentiale auf dem Versicherungssektor. Ergänzend behandelt er Bestrebungen einer Regulierung von Ratingagenturen, die nicht zuletzt durch spektakuläre Unternehmensinsolvenzen ausgelöst worden sind. Insbesondere wird auf den Code of Conduct der IOSCO hingewiesen, der als erster Ansatz einer Regulierung von Ratingagenturen gelten kann. Der Verfasser sieht schon im Hinblick auf künftige Entwicklungen auf den Märkten für Ratings im Allgemeinen weiteren Analysebedarf. Eine Anpassung des Ratingwesens an aktuelle Erfordernisse auf dem Versicherungssektor im Besonderen liegt nicht zuletzt im Interesse der Versicherer und der Informationsintermediäre selbst; denn gelingt es nicht, den Ansprüchen zu genügen, die Marktteilnehmer und Regulierer an sie stellen, gefährden sie ihren Fortbestand in der heutigen Form.

Hamburg, im April 2006

Der Beirat
Hamburger Gesellschaft zur Förderung
des Versicherungswesens mbH

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	VIII
1. Ratings in Theorie und Praxis der Gegenwart	1
2. Intermediation auf Finanzdienstleistungsmärkten	6
2.1. Richtungen und Inhalte der Intermediation	6
2.1.1. Intermediation vs. Disintermediation	6
2.1.2. Finanz- vs. Informationsintermediation	9
2.2. Erklärungsansätze für die Existenz von Intermediären	14
2.2.1. Traditionelle Erklärungen	14
2.2.2. Transaktionskostenansatz	16
2.2.3. Bewältigung asymmetrischer Informationsverteilungen	18
2.2.4. Ausübung von Unternehmerfunktionen	22
2.3. Marktleistungen von Versicherungs- und Informationsintermediären	26
2.3.1. Dimensionen der Marktleistung von Versicherungs- und Informationsintermediären	27
2.3.2. Leistungseigenschaften	32
2.3.2.1. Such-, Erfahrungs- und Vertrauensgüter im allgemeinen Fall	32
2.3.2.2. Eigenschaften der Marktleistungen von Versicherungsintermediären	36
2.3.2.3. Eigenschaften der Marktleistungen von Informationsintermediären	42
3. Intermediation auf Versicherungsmärkten	46
3.1. Intermediation bei symmetrisch verteilter Information	46
3.2. Intermediation bei asymmetrisch verteilter Information	50
3.2.1. Grundprobleme von Versicherungsverträgen ohne Intermediärsunterstützung	50
3.2.2. Abbau von Informationsasymmetrien auf Versicherungsmärkten durch Informationsintermediäre	53
3.2.3. Abbau von Informationsasymmetrien auf Versicherungsmärkten durch Versicherungsintermediäre	57
3.2.4. Kombination von Versicherungs- und Informationsintermediation	58
3.2.4.1. Auftragsbeziehungen mit Versicherungsintermediären	58
3.2.4.2. Auftragsbeziehungen mit Informationsintermediären	63
4. Zwischenergebnis	69

5. Versicherungsunternehmen und Rating	71
5.1. Hintergründe	71
5.1.1. Agency-Beziehungen als theoretischer Ausgangspunkt.....	71
5.1.2. Objekte und Arten von Versicherungsratings.....	74
5.2. Interessenten von Versicherungsratings.....	78
5.2.1. Kern- und Randinteressenten.....	78
5.2.2. Begründung und Inhalte von Kerninteressen	80
5.3. Initiatoren von Versicherungsratings	87
5.3.1. Versicherungsintermediäre	87
5.3.1.1. Management.....	87
5.3.1.2. Stakeholder.....	92
5.3.2. Informationsintermediäre	94
5.4. Produzenten von Versicherungsratings.....	101
5.4.1. Informationsintermediäre	101
5.4.2. Versicherungsintermediäre	110
6. Rating und Regulierung: Entwicklungspotentiale aus Sicht der Versicherungswirtschaft.....	115
6.1. Grundzusammenhänge zwischen Rating und Regulierung.....	115
6.2. Regulierung von Finanzintermediären und Rating	118
6.2.1. Bankenregulierung und Rating	118
6.2.2. Versicherungsregulierung und Rating	122
6.3. Regulierung von Informationsintermediären	124
7. Fazit und Ausblick	132
Abkürzungen im Literaturverzeichnis.....	135
Literaturverzeichnis.....	137

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Intermediärsformen	11
Abb. 2:	Friktionsfreie Austauschbeziehung in der neoklassischen Welt.....	15
Abb. 3:	Transaktionskostenkategorien.....	17
Abb. 4:	Hierarchie der Unternehmerfunktionen	26
Abb. 5:	Eigenschaftsorientierte Anordnung von Vertragsgegenständen	35
Abb. 6:	Eigenschaftsspektrum der Marktleistung von Informationsintermediären ...	44
Abb. 7:	Friktionsbehaftete Austauschbeziehung bei gleichverteilter Information	47
Abb. 8:	Friktionsbehaftete Austauschbeziehung bei Informationsasymmetrie	51
Abb. 9:	Beseitigung von Informationsasymmetrien durch Informationsintermediäre	54
Abb. 10:	Teilleistungen von Informationsintermediären	55
Abb. 11:	Indirekte Vertragsbeziehungen durch Versicherungsintermediäre	57
Abb. 12:	Indirekte Vertragsbeziehung und Informationsasymmetrie.....	58
Abb. 13:	Informationsasymmetrien auf Versicherungsmärkten	60
Abb. 14:	Versicherungs- und Informationsintermediation	64
Abb. 15:	Signalwirkung von Ratingveränderungen.....	68
Abb. 16:	Risiken von Versicherungsintermediären	76
Abb. 17:	Interessenten von Produkt- und Unternehmensratings	80
Abb. 18:	Leistungserstellungsprozess für solicited ratings.....	89
Abb. 19:	Rating-Unternehmen im Überblick.....	102
Abb. 20:	Bisherige marktliche und staatliche Regulierung von Finanzintermediären.....	118
Abb. 21:	Institutionelle Trennung rating-basierter und rating-bezogener Regulierung	130

Abkürzungsverzeichnis

BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
bes.	besonders
BIS/BIZ	Bank for International Settlements, Basel
BT	Bundestag(s)
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESR	Committee of European Securities Regulators
ebda.	ebenda
f.	folgende (Seite)
ff.	fortfolgende (Seiten)
Fn.	Fußnote
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.
h.M.	herrschende(r) Meinung
i.e.S.	im eigentlichen Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
insbes.	insbesondere
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KWG	Kreditwesengesetz
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
o.V.	ohne Verfasser
Rdnr(n).	Randnummer(n)
S.	Seite(n)
Sp.	Spalte(n)
TAK	Transaktionskosten

U.S. SEC	United States Securities and Exchange Commission
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
VInt	Versicherungsintermediär
VN	Versicherungsnehmer
VU	Versicherungsunternehmen

1. Ratings in Theorie und Praxis der Gegenwart

Ratings gelten als Expertenmeinung. Allerdings scheint das genauere Begriffsverständnis nicht einheitlich: Während etwa Einigkeit darin besteht, dass er das Rating-Urteil – also das *Leistungsergebnis* – umfasst, ist insbesondere die Subsumierung des Rating-Verfahrens – also des *Leistungserstellungsprozesses* – unter den Rating-Begriff strittig¹. Für die nachfolgenden Ausführungen werden Ratings zunächst verstanden als die in Symbolen ausgedrückte Wahrscheinlichkeit, dass eine bewertete Institution ihren Kapitaldienstverpflichtungen vereinbarungsgemäß nachkommt². Soweit sachdienlich, kann zu gegebener Zeit in dahingehende Ergebnisse und darüber hinaus auch Prozesse und Potentiale der Expertentätigkeit unterschieden werden.

Bei diesem Begriffsverständnis sind mit Ratings die typischen Fragestellungen verbunden, die zwischen initiiierenden, produzierenden und interessierten Parteien jeder Expertenschätzung entstehen können³. Besonders ist allerdings der Nachdruck, mit dem die im Beziehungsgeflecht „rund um Ratings“ bestehenden Informationsasymmetrien und Interessenkonflikte immer wieder evident werden: In *regionaler* Perspektive hat sich zuletzt das Verhältnis zwischen deutschen Unternehmen einerseits und den – zumeist im anglo-amerikanischen Kulturkreis beheimateten – Spezialisten für Ratings im genannten Sinne (= „Rating-Agenturen“ bzw. Rating-Unternehmen⁴) andererseits als problematisch erwiesen⁵. Wird *branchenbezogen* abgegrenzt, gilt gerade die Beziehung der Assekuranz zu den Rating-Unternehmen aufgrund der Besonderheiten des Versicherungsgeschäfts als schwierig. Infolge der Bedeutung zutreffender Schätzungen für ihr Geschäft sind Versicherer mit den (Anreiz-)Problemen im Kontext risikobezogener Expertenmeinungen nur allzu vertraut. Entsprechend vehement fordern sie daher die Wür-

Die vorliegende Arbeit ist im Auftrag der *Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens mbH* entstanden. Meinen beiden Betreuern, Herrn Dr. HELMUT MÜLLER und Herrn Professor Dr. J.-MATTHIAS GRAF VON DER SCHULENBURG, danke ich herzlich für Ihre wissenschaftliche Begleitung des Projekts. Gleiches gilt für den Betreuer meiner Habilitation, Herrn Professor Dr. STEPHAN PAUL, der mir abermals unverzichtbare Unterstützung und Freiräume im Rahmen meiner Tätigkeit an seinem Lehrstuhl an der Bochumer Fakultät für Wirtschaftswissenschaft gewährt hat. Erstklassige Ratings gebühren darüber hinaus Herrn Dipl.-Ök. MINH BANH, Frau Dipl.-Ök. DANIELA BARTH sowie insbesondere Herrn Dipl.-Ök. NICOLAS WEBER und ihren Beiträgen zum Gelingen dieser Arbeit.

¹ Vgl. ausführlich Everling (1991), S. 23f.; Sönnichsen (1992), S. 103 – 124; im Überblick auch Sönnichsen (1996), S. 430f., jeweils m.w.N.; Lanfermann (1998), S. 6.

² Vgl. stellvertretend Riehle (1968), S. 71; Belkaoui (1980), S. 46; Everling (1991), S. 29; Cantor/Packer (1994), S. 3; Berblinger (1996), S. 24; v. Randow (1996), S. 545; Heinke (1998), S. 17; Everling/Heinke (2001), Sp. 1756, 1762; Peters (2001), S. 21, 28.

³ Vgl. grundlegend auch hierzu Downs (1968), bes. S. 227.

⁴ Die Bezeichnung als „Agentur“ ist zwar üblich, die als „Unternehmen“ hingegen sachlich angemessener, weswegen sie im Folgenden verwendet wird, vgl. hierzu auch Kapitel 5.4.

⁵ Vgl. aus wissenschaftlicher Sicht umfassend Gerke/Pellens (2003), hier einführend S. I – VIII. Exemplarisch für die öffentlichkeitswirksame Austragung der Meinungsverschiedenheiten um die Bewertung von Pensionszusagen deutscher Industrieunternehmen im Frühjahr 2003 vgl. o.V. (HB, 2003a): „Thyssen-Krupp bietet S&P die Stirn“; sowie Hennes (2003): „Thyssen-Krupp will sich wehren“. Für einen zusammenfassenden Überblick vgl. auch Engelen (2004), S. 69.

digung risikorelevanter Besonderheiten ihres eigenen konkreten Falls ein. Im Schnittfeld beider Abgrenzungen befinden sich die deutschen Versicherungsunternehmen, weswegen nicht verwundert, dass es hier bereits in der Vergangenheit und vor allem in jüngster Zeit zu heftigen Meinungsverschiedenheiten gekommen ist.

Diese Dispute entstanden zum Teil im Rahmen der (Auftrags-)Beziehung zwischen Rating-Produzenten und *einzelnen* bewerteten Unternehmen, vor allem auf dem Rückversicherungsmarkt. Besonders öffentlichkeitswirksam geriet die Herabstufung der *Münchener Rück* durch *Standard & Poor's* im Sommer 2003⁶. Zudem scheint sich auch das Klima zwischen der Assekuranz sowie den Rating-Unternehmen *insgesamt* zu verschlechtern – hiervon zeugt nicht nur die Schärfe im Ton mancher Veröffentlichung⁷.

Diese Belastungszunahme für die Beziehung zwischen zwei Varianten von Unternehmen, die als Intermediäre auf Finanzmärkten tätig sind, vollzog sich vor dem Hintergrund verschiedener Entwicklungslinien übergreifenden Charakters, namentlich der Globalisierung, Securitization und Disintermediation, des technischen Fortschritts sowie des veränderten Kapitalgeberverhaltens⁸, worunter die beiden folgenden Veränderungen besonderes Gewicht besitzen:

1. Die zunehmende Bedeutung anglo-amerikanischer *Kapitalmarktusancen*, hier bezüglich der notwendigen Informationsübermittlung vom Unternehmen an die Kapitalmarktakteure. Die Bereitstellung von Kapitalmarktinformationen veränderte sich hier angefangen bei den Pflichtinformationen der externen *Rechnungslegung* bis hin zur weitgehend eigenständig gestaltbaren Kommunikationspolitik im Rahmen des *Finanzmarketing*.⁹ Die durchaus traditionsreiche Institution der externen Rechnungslegung nach deutschem Recht wird hierbei (allerdings durchaus grundlegend) *verändert*. Demgegenüber handelt es sich bei der (Finanz-)Marketing-Konzeption sowie der Übermittlung von Informationen an den Kapitalmarkt in Form von Expertenschätzungen um Ansätze, deren ausführliche Rezeption auf den deutschen Märkten erst im Laufe der letzten Jahrzehnte stattgefunden hat¹⁰.

⁶ Vgl. o.V. (HB, 2003b): „Streit mit Ratingagentur belastet Münchener Rück“; o.V. (HB, 2003c): „Münchener Rück wehrt sich gegen Herabstufung durch Ratingagentur“. Vgl. ähnlich o.V. (BöZ, 2003a): „Swiss Re teilt Rating-Kritik“; o.V. (HB, 2003d): „Moody's stuft Anleihen von Scor herab“; sowie später o.V. (BöZ, 2004): „Swiss Re kontert die Ratingagenturen“.

⁷ Vgl. etwa die Moody's-Analysten zugeschriebenen Äußerungen bei Fromme (2003); zudem Alich/Schönauer (2003): „Versicherer kritisieren Rating-Agenturen“; o.V. (BöZ, 2003b): „Arag: Analyse von Fitch ‚albern‘“; o.V. (FAZ, 2004): „Versicherer wehren sich gegen Fitch“; sowie jüngst bei Fromme (2005): „Assekuranz wehrt sich heftig gegen Fitch-Publikation“; o.V. (BöZ, 2005a): „Versicherer grollen Fitch“. Vgl. mit grundsätzlichen Bedenken zuvor auch Lanfermann (1998), S. 18, 99.

⁸ Vgl. für einen einführenden Überblick Süchting (1995), S. 404 – 415; im Rating-Kontext auch Cantor/Packer (1994), S. 1 – 3.

⁹ Vgl. für einen Überblick zur insoweit abgestuften unternehmerischen Informationspolitik Horsch/Bonn (2005), S. 264 – 266.

¹⁰ Vgl. grundlegend und m.w.N. zur Nutzbarmachung der allgemeinen Marketing-Konzeption für Finanzmärkte Süchting (1995), hier S. 246 – 256, auch S. 503f. Die ersten (deutschsprachigen) wissen-

2. Die Neuorientierung von *Aufsichtskonzepten* für Finanzmarktteilnehmer. Finanzintermediäre in der Form der Bank- oder Versicherungsunternehmung sind hier von besonders, da in doppelter Hinsicht betroffen: Zum einen erhöhen die Regulierungsinstitutionen den Druck, Ratings im Rahmen der Kapitalanlage, also des eigenen aktivseitigen Risikomanagements, anzuwenden. Zum anderen bewirken sie eine Zunahme der Bewertungen von Finanzintermediären selbst, womit sich diese auch bezüglich ihrer eigenen Passivseite, also mit Blick auf Finanzierungsmöglichkeiten und Kapitalkosten, mit Ratings auseinandersetzen müssen.

Wenngleich die Gründungsdaten der heute bedeutendsten Rating-Produzenten – Standard & Poor's sowie Moody's – im 19. Jahrhundert liegen, hat die für ihren heutigen Stellenwert entscheidende Wachstumsdynamik erst in den 1970er Jahren eingesetzt, wofür bestimmte *Emissionen* ebenso wie bestimmte *Emittenten* verantwortlich waren¹¹. Eine wesentliche Folge der veränderten Möglichkeiten und Notwendigkeiten der Kapitalüberlassung war der zunehmende Bedarf an professionellen Bewertungen von damit verbundenen Chance/Risiko-Positionen. Da ihre „Eigenerstellung“ nicht allen Marktteilnehmern (ökonomisch) sinnvoll und machbar erschien, stieg nicht zuletzt der Bedarf an fremdbeziehbaren Analysen. Dies eröffnete den hierauf spezialisierten Rating-Produzenten die entscheidenden Wachstumspotentiale¹².

Im darauf folgenden Wechselspiel von Markthandlungen sowie Veränderungen der Marktrahmenbedingungen veränderten sich primär die Usancen, weniger hingegen die Kreise der am Markt teilnehmenden Institutionen: Auf den Märkten für Ratings haben sich bis in die jüngste Vergangenheit nur selten neue Anbieter herausgebildet. Zu den Ausnahmefällen zählen Akteure, die sich auf die Bewertung von Finanzintermediären im Allgemeinen und Versicherungsunternehmen im Besonderen spezialisiert haben. Die Besetzung dieser Nische erfolgte zeitverzögert, da das Rating auf (deutschen) Versicherungsmärkten bis zum Beginn der 1990er Jahre eine ausgewiesene Nebenrolle spielte. Dies erklärt sich aus dem herrschenden Aufsichtskonzept, das ausgehend vom Axiom der unerwünschten Versichererkonkurse¹³ dafür sorgte, dass die Bedienung von Zins- und Tilgungsansprüchen auf regulatorischem Wege gesichert war. Eine diesbezügliche Wahrscheinlichkeitsaussage eines Rating-Unternehmens erübrigte sich daher. Im Jahre 1992 kam es hingegen zur Zäsur, als mit der Dritten europäischen Richtliniengeneration die Basis für eine nachhaltige Deregulierung der deutschen Versicherungsmärkte gelegt wurde. Mit den 1994 ins VAG umgesetzten Richtlinien war die zuvor geübte Konkursvermeidungspraxis der Aufsicht nicht länger realisierbar, womit erst sich ein Bedarf an

schaftlichen Monographien, die sich ausführlich dem Rating widmen, datieren vom Beginn der 1990er Jahre, vgl. Everling (1991), Hoffmann (1991); sowie später insbes. Heinke (1998).

¹¹ Vgl. einführend Berblinger (1996), S. 25 – 27.

¹² Vgl. einführend Cantor/Packer (1994), S. 2f.

¹³ Vgl. grundlegend Farny (1961), S. 44f.; aktuell auch Zweifel/Eisen (2003), S. 347f.; ausführlicher Kap. 5.2.2 dieser Arbeit mitsamt der dortigen Nachweise.

Wahrscheinlichkeitsschätzungen herausbilden konnte¹⁴. Folgerichtig steht diese Zeit auch für eine Intensivierung der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit dem Rating auf Versicherungsmärkten¹⁵.

Die einschneidende Veränderung von Rahmenbedingungen hat für deutsche Versicherungsunternehmen bis heute nicht nachgelassen. Genau zehn Jahre nach Erlass der Dritten Richtlinien¹⁶ kam es tatsächlich zur seither befürchteten Insolvenz eines Versicherungsunternehmens: Infolge des schwierigen Marktumfeldes im versicherungstechnischen wie im anlagebezogenen Geschäft wuchsen ausgangs der 1990er Jahre die (Bonitäts-)Risiken für die Kapitalgeber von Versicherungsunternehmen. Beleg dafür und Zäsur zugleich stellt die Insolvenz der *Mannheimer Leben* im Sommer 2002 dar¹⁷. Dieser branchenspezifische Anlass für die Rating-Unternehmen, die Bonität von Versicherern vorsichtiger zu bewerten, trat zu einem branchenübergreifenden hinzu: Die Rating-Unternehmen standen bereits im Zuge spektakulärer US-Insolvenzen – insbesondere infolge des so genannten „Enron-Debakels“ – im Mittelpunkt der Kritik¹⁸. Dem Vorwurf einer zu optimistischen Schätzpraxis mussten sie daher schon mit Blick auf die eigene, bereits nicht mehr unbeschädigte Reputation unbedingt begegnen.

In zeitlicher Folge dieser Entwicklungslinien fallen die Urteile der Rating-Unternehmen über deutsche Versicherungsunternehmen auch im Herbst 2005 unverändert zurückhaltend aus¹⁹. Die Versicherungswirtschaft wird aus diesen Gründen derzeit zu einer immer intensiveren Auseinandersetzung mit den Chancen und Risiken, den Möglichkeiten und Grenzen von Ratings veranlasst. Dieser Zwang resultiert aus der Evolution sowohl marktlicher als auch regulatorischer Standards und Institutionen mit Bezug zum Rating. Da die verantwortlichen Entwicklungslinien in der Summe sowie ihren gegenseitigen Abhängigkeiten eher auf eine Verstärkung denn auf eine Wiederabschwächung dieses Trends hinweisen, wächst die Notwendigkeit, sich mit den einhergehenden Veränderungen ausführlich und systematisch auseinanderzusetzen.

Ideal für eine solche Analyse wäre das Vorhandensein einer vollständigen „*Theorie des Ratings*“ im generellen Sinne, die für die speziellen Fragestellungen der Ratings auf Versicherungsmärkten nutzbar gemacht werden könnte. Eine solche Theorie würde idealerweise gebildet durch „in Strukturkernen ausgeformte Problemlösungsideen, deren Ergebnisse, durch Musterbeispiele in wissenschaftliche Beobachtungssprachen über-

¹⁴ Vgl. einführend Sönnichsen (1996), S. 451.

¹⁵ Vgl. stellvertretend Sönnichsen (1992); Horsch/Bonn/Agatz/v. d. Weyer (1993).

¹⁶ Vgl. einführend hierzu Müller, H. (1995), S. 27 – 29, 33 – 35.

¹⁷ Vgl. für einen Überblick Horsch/Schölisch/Sturm (2003). Rückblickend vgl. auch Deutsche Bundesbank (2004), bes. S. 38 – 40.

¹⁸ Vgl. einführend zur Kritik an den Rating-Unternehmen im Rahmen der Insolvenzen von *Enron* und auch *WorldCom* bei Morris (2002); Galil (2003).

¹⁹ Vgl. dahingehend Deutsche Bundesbank (2005), S. 94.

setzt, über Hypothesen Problemlösungen behaupten“²⁰. Zum Rating liegt eine geschlossene Theorie dieser Art bislang nicht vor. Dies ist auch dadurch zu erklären, dass Ratings ein anderes theoretisches Fundament voraussetzen, als es der ökonomischen Forschung lange Zeit zugrunde lag: Erst mit dem Raumgreifen von Ungleichgewichtsmodellen, die asymmetrisch verteilte Informationen nicht ausschließen, sondern im Gegenteil in den Mittelpunkt stellen, entstand die Möglichkeit, Ratings in die ökonomische Analyse zu integrieren. Auch die folgenden Ausführungen werden daher anknüpfend am Problem ungleich verteilter Informationen auf (Finanz-)Märkten entwickelt. Hierbei wird der empirisch beobachtbare Tatbestand zugrunde gelegt, dass Marktteilnehmer Ratings einen entscheidungsrelevanten Informationsgehalt beimessen, von dem sie ihr Entscheiden und Handeln abhängig machen. Zu den schwierigsten Fragestellungen, welche daraus entstehen, gehört die, inwieweit die Ratings zugrunde liegende Risikomessung überhaupt zur wissenschaftlich haltbaren Abbildung von Kapitaldienstwahrscheinlichkeiten bzw. Insolvenzrisiken führen kann.²¹

Hierzu wird zunächst der Theoriezweig der *Finanzintermediation* nutzbar gemacht, mit dessen Hilfe sich Existenz und Funktionen von Finanzintermediären im *Allgemeinen* begründen lassen (Kapitel 2). Auf dieser Basis lassen sich dann Alternativen für die intermediärsfreie oder aber intermediärgestützte Lösung von Verhandlungs- und Informationsproblemen auf *Versicherungsmärkten* im *Besonderen* entwickeln (Kapitel 3). Nach der Formulierung eines Zwischenergebnisses der theoretischen Ausführungen (Kapitel 4) werden diese sodann an der Realität des Ratings auf Versicherungsmärkten gespiegelt (Kapitel 5). Nicht zuletzt die Abweichungen zwischen real beobachtbarem Ist und theoretischem Ideal geben dann Hinweise auf die Möglichkeiten und Grenzen hierauf gerichteter staatlicher Eingriffe. Im zugehörigen Kapitel 6 wird zunächst die Mehrschichtigkeit der Beziehungen zwischen Rating und Regulierung aufgezeigt. Im Anschluss daran sind erneut theoretische Voraussetzungen und Gestaltungshinweise für die Regulierung von Finanzmarktakteuren abzugleichen mit den immer zahlreicheren Vorschlägen, die derzeit aus der Praxis heraus für die *Regulierung von Ratings* formuliert werden.

²⁰ Schneider (2001), S. 15 (im Original hervorgehoben).

²¹ Vgl. dahingehend im Rahmen einer Bewertung der Bankenregulierung durch „Basel II“ Schneider (2002a), passim, bes. S. 2, 6 – 10.

2. Intermediation auf Finanzdienstleistungsmärkten

2.1. Richtungen und Inhalte der Intermediation

2.1.1. Intermediation vs. Disintermediation

Vom lateinischen „intermediär“ (= in der Mitte liegend, ein Zwischenglied bildend, vermittelnd) her kommend, werden ökonomisch unter *Intermediären* solche Personen und Institutionen verstanden, die in Austauschbeziehungen auf Märkten zwischen die Kontraktpartner treten, um Angebot und Nachfrage aufeinander abzustimmen²². Als *Intermediation* wären demnach die von Intermediären ausgeübte Funktion bzw. die von ihnen erbrachten Intermediationsleistungen im Rahmen einer konkreten Austauschbeziehung zwischen Marktteilnehmern zu bezeichnen. Eine bestimmte Form des Intermediärs, die des zwischen Tauschpartner geschalteten (Waren-)Händlers, ist bereits in den ökonomischen Pionierarbeiten des 18. Jahrhunderts ausführlich analysiert worden²³. Bei sorgfältiger Analyse lassen sich hiervon weitere Intermediärstypen anders gelagerter Funktion differenzieren. Zunächst unabhängig vom Gegenstand der Austauschbeziehung bzw. der unterstützenden Tätigkeit des Intermediärs können folgende Grundformen der Intermediation²⁴ (Idealtypen) unterschieden werden:

1. *Gutachter* als Intermediäre, die reine Informationsproduktion betreiben.
2. *Auktionatoren*, deren Tätigkeit sich auf die Preisermittlung richtet.
3. *Händler*, die in den Austauschprozess eingebunden werden, wobei sie die Tauschobjekte lediglich durchleiten, ohne sie zu modifizieren.
4. *Produzenten*, die die unter 3. beschriebene Funktion ausüben, hierbei aber eine Modifikation der Tauschobjekte vornehmen.

Von der Wortbildung her ist *Disintermediation* ein Gegenstück zur *Intermediation* im vorgenannten Sinne. Tatsächlich wird diese Bezeichnung bevorzugt prozessorientiert für eine *Gegenbewegung* verwendet: „It is a simple process of reversal of intermediation.“²⁵ *Disintermediation* ist demnach die allmähliche Herausdrängung von Intermediären aus ihrer angestammten Mittlerfunktion innerhalb von Austauschbeziehungen in der Zeit dadurch, dass die hieran Beteiligten anders als früher nunmehr direkt miteinander

²² Vgl. Breuer (1993), S. 5.

²³ Vgl. grundlegend insbes. Cantillon (1755/1931), S. 33 – 35.

²⁴ Vgl. hierzu ausführlich Breuer (1993), S. 8 – 14, zusammenfassend ebda., S. 20; mit Bezug darauf einführend auch Heinke (1998), S. 227f.; sowie auf Arbeiten der Handelsbetriebslehre zurückgreifend Rose (1999), S. 46 – 51.

²⁵ So bei Nadler (1968), S. 38.

kontrahieren²⁶. Disintermediation bezeichnet also den Funktions- und Bedeutungsverlust von Intermediären. Das Begriffsverständnis ist hierbei weit und reicht vom fallbezogenen Verzicht auf einen bestimmten Intermediär innerhalb einer ganz konkreten Beziehung bis hin zu einem flächendeckenden, eine ganze Volkswirtschaft umspannenden Trend.

Intermediäre, Intermediation und Disintermediation können insoweit unabhängig vom Gegenstand der unterstützten ursprünglichen Tauschbeziehung auftreten und entsprechend allgemein definiert werden. Im Rahmen wissenschaftlicher Analysen wird allerdings eine Konzentration auf spezielle Intermediäre in ganz bestimmten Austauschbeziehungen bevorzugt: Hierzu zählen insbesondere Auseinandersetzungen mit der Intermediation im Rahmen von

- Austauschbeziehungen in stofflichen Gütern, also der *Warenhandel* im Sinne der Handelsbetriebslehre²⁷ sowie
- Austauschbeziehungen in *liquiden Mitteln*, also im Bereich der Investition und Finanzierung.

Unabhängig von ihrer langen Geschichte und thematischen Entwicklung agiert die Spezielle Betriebswirtschaftslehre des Handels seltener mit den Begriffen des Intermediärs sowie der Intermediation und Disintermediation als die auf Banken und Finanzierung spezialisierte Forschung und Lehre, die im anglo-amerikanischen Raum der 1950er und 1960er Jahre die allgemeinen Begrifflichkeiten bereits für die Behandlung von institutionellen Finanzmarktteilnehmern wie Versicherungs-, vor allem aber Bankunternehmen reservierte²⁸. Unabhängig davon, dass sie bislang bevorzugt in zweiter Linie oder implizit unter diesen Terminus subsumiert worden sind, repräsentieren neben Versicherungsunternehmen auch Rating-Unternehmen einen bestimmten (Real-)Typus eines Intermediärs. Der obenstehenden Vierteilung nach könnten Rating-Unternehmen insbesondere unter den Typ 1 (Gutachter) subsumierbar sein.

Für die folgenden Ausführungen erscheint indes eine Systematisierung realer Intermediäre sinnvoller, die an den Gegenständen der Austauschbeziehungen bzw. Märkte anknüpft, in deren Rahmen sie agieren²⁹. Hierfür kann die bereits bis hierher erkennbare Unterscheidung in stoffliche Waren und liquide Mittel nutzbar gemacht und weiter ausgeführt werden.

²⁶ Vgl. frühzeitig stellvertretend Kirk (1967); Hester (1969), S. 600f.

²⁷ Vgl. für eine sukzessive Einordnung des Handels in die Entwicklung der ökonomischen Theorie seit DAVID RICARDO die Ausführungen bei Gümbel (1985), bes. S. 77 – 103.

²⁸ Vgl. stellvertretend für eine anfängliche Einbeziehung auch von Versicherungs- und anschließende Konzentration auf Bankunternehmen Gurley/Shaw (1956), hier S. 259; Nadler (1968), S. 38; Hester (1969), S. 601.

²⁹ Diese Differenzierung führt auf den nachfolgenden Zweiklang von Versicherungs- und Informationsintermediären hin; für alternative Systematisierungsmöglichkeiten vgl. Rubinstein/Wolinsky (1987), einführend und mit Bezug darauf auch Rose (1999), S. 47f.

Jedes Wirtschaftssubjekt ist eingebunden in ein Netz von Strömen an Gütern und Finanzmitteln. Dieses umgibt Individuen und Institutionen in weiten Teilen, spielt sich teilweise aber auch in ihrem Inneren ab³⁰. In einer erweiterten Sichtweise sind fernerhin die *Informationsströme* zu berücksichtigen, in die jeder Marktteilnehmer eingebettet ist. Die erhebliche Bedeutung dieser Ergänzung wird nicht zuletzt darin deutlich, dass es seit den 1960er Jahren zur Herausbildung einer eigenen „Informationsökonomie“ gekommen ist³¹. Ausgehend von dieser Dreiteilung in Güter-, Geld- sowie Informationsströme böte sich zunächst eine entsprechende Unterscheidung von Intermediären an. Unter die Bezeichnung des „Güterintermediärs“ ließen sich dann alle Marktteilnehmer subsumieren, die sich zwischen Partner einer güterbezogenen Beziehung „des Gutes wegen“ einschalten. Beispiele dafür wären ein Stückgutspediteur, der als gütertransportierender Intermediär zwischen Verkäufer und Käufer einer Wohnungs- oder Büroeinrichtung tritt, oder Groß- und Einzelhändler, die zwischen Hersteller und Wiederverkäufer bzw. Großhandel und Endverbraucher geschaltet sind. Beim betreffenden Gut muss es sich nicht um mobile Sachen, sondern kann es sich analog um Immobilien handeln, etwa wenn ein Wohnungsmakler Kontrakte zwischen Vermieter und Mieter als den eigentlichen Kontraktpartnern vermittelt. Damit ist die Güterintermediation abgegrenzt von den Formen der Finanz- sowie der Informationsintermediation, die Gegenstand dieser Arbeit sind.

Nachfolgend stehen bestimmte, im anschließenden Teilkapitel 2.1.2 spezifizierte, Potentiale, Prozesse und Ergebnisse auf Versicherungsmärkten stattfindender Intermediation sowie die zwischen ihnen bestehenden Zusammenhänge im Mittelpunkt. Dementsprechend tritt neben der Güterintermediation im Folgenden auch der Problembereich der Disintermediation zunächst in den Hintergrund. Ohnehin ist bisher lediglich die Disintermediation von Banken ausführlich behandelt worden³². Demgegenüber befindet sich die Disintermediation von Versicherungsunternehmen samt ihrer wissenschaftlichen Aufarbeitung noch in den Anfängen³³. Aufgrund der gewählten Vorgehensweise sind unabhängig davon erst abschließend Hinweise auf Disintermediationspotentiale möglich, etwa wenn sich zeigen ließe, dass die Intermediationsleistungen eines Intermediärs I_A ersetzbar wären durch die eines zweiten Intermediärs(typs) I_B oder eines dritten Marktteilnehmers: Dann bestünde die Möglichkeit der Herausdrängung von I_A aus angestammten Funktionen und mithin für einen Prozess der Disintermediation.

³⁰ Vgl. einführend Süchting (1995), S. 9 – 11.

³¹ Vgl. grundlegend Stigler (1961) sowie m.w.N. Hirshleifer (1973). Für eine kritische Bestandsaufnahme jüngerer Datums vgl. Schneider (1997b), S. 78 – 82.

³² Vgl. ausführlich und m.w.N. Paul (1994), bes. S. 52 – 117.

³³ Derzeit stehen die Chancen von Alternativen zu traditionellen Versicherungslösungen im Vorder-, die Risiken der einhergehenden Verdrängung von Versicherungsunternehmen eher im Hintergrund, vgl. aber abwägend die Schlussbetrachtung bei Eickstädt (2001), bes. S. 241, 247.

2.1.2. Finanz- vs. Informationsintermediation

Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich auf bestimmte Varianten von Finanzintermediären sowie von Informationsintermediären. Als *Finanzintermediäre* wären der getroffenen Abgrenzung nach Individuen oder Institutionen zu verstehen, die in *Finanzströme* eintreten, also im Rahmen von Austauschbeziehungen in liquiden Mitteln tätig werden. Wenngleich das heute vorherrschende Begriffsverständnis in diese Richtung deutet, hat es sich im Zeitablauf nicht ganz konfliktfrei herausgebildet³⁴. Dies erklärt sich rückblickend daraus, dass die Theorie das Thema zuerst aus dem Blickwinkel geldtheoretischer Fragestellungen betrachtet und sich daher auf Kreditinstitute (genauer: ihr „Zinsgeschäft“) beschränkt hat³⁵.

Im Sinne einer evolutorischen Entwicklung des Begriffsverständnisses ist dieses daraufhin nur zurückhaltend in Richtung auf weitere Ausgestaltungsformen von Finanzintermediären erweitert worden. Dies gilt insbesondere für eine Einbeziehung von Versicherungsunternehmen, da bereits für den Begriff der *Versicherung* selbst bis heute unterschiedliche Definitionsversuche existieren³⁶. Betont zahlungsstrombasiert gehalten ist die grundlegende Definition von KENNETH ARROW: „insurance is [...] an exchange of money now for money payable contingent on the occurrence of certain events“³⁷. Der Nachteil dieser Definition ist die mangelnde Abgrenzbarkeit der Versicherung gegenüber anderen Arrangements: Hierzu zählen bereits Spiel und Wette³⁸, streng genommen aber auch andere Kapitalüberlassungsverträge, denn auch die Termineinlage bei einem Kreditinstitut könnte interpretiert werden als Hergabe von Mitteln des Kapitalgebers heute („money now“), deren künftige Rückzahlung („money payable“) nur unter der Bedingung („contingent“) erfolgt, dass die Bank nicht infolge schlagend werdender Risiken zahlungsunfähig („occurrence of certain events“) wird. Abzustellen wäre für eine zahlungsstrombasierte Definition auch auf die genauen Verbindungen zwischen Vertragspartnern, Leistungspflichten und Risiken.

Die Fortentwicklung der Argumentation führt dazu, als *Finanzintermediäre* nicht nur Banken im Besonderen, sondern im Allgemeinen sämtliche Akteure zu bezeichnen, die zwischen originäre Anbieter und Nachfrager von liquiden Mitteln treten und hierbei mit beiden separate Kontrakte schließen³⁹. Hierunter fallen in der Tat erkennbar vor allem Kreditinstitute, die das Zinsgeschäft betreiben, also Einlagen (von Liquiditätsanbietern) hereinnehmen und diese in Form von Krediten (an Liquiditätsnachfrager) wieder her-

³⁴ Vgl. einführend Paul (1994), S. 1f. (m.w.N.); aktuell zur Begriffsbildung auch Bernet (2003), S. 2.

³⁵ Als grundlegend gelten in diesem Kontext die Arbeiten von JOHN GURLEY und EDWARD SHAW, vgl. zunächst Gurley/Shaw (1955) sowie explizit auf Finanzintermediäre abstellend Gurley/Shaw (1956), später umfassend und mit geldtheoretischem Grundkonzept Gurley/Shaw (1960).

³⁶ Vgl. für einen illustrativen Überblick v. d. Schulenburg (2005), S. 31 – 36.

³⁷ Arrow (1970), S. 134.

³⁸ Vgl. von hierher kritisch etwa Zweifel/Eisen (2003), S. 3f. Vgl. ergänzend Albrecht (1992), S. 46f.

³⁹ Vgl. auch Mishkin (2006), S. 24, 29.

auslegen. Werden solche Geschäfte in Wertpapieren verbrieft, ändert sich die Rolle der Bank, bleibt jedoch zunächst im Wesen die eines Intermediärs. Unabhängig davon, dass Versicherungsnehmer andere Motive als Bankeinleger oder Wertpapiersparer haben mögen, fungiert ferner auch ein *Versicherungsunternehmen* als Finanzintermediär im beschriebenen Sinne, indem es Prämieinzahlungen (von Liquiditätsanbietern = Nachfragern nach Versicherungsschutz) auf Basis eines bedingten Zahlungsverprechens hereinnimmt und diese Finanzmittel zumindest temporär im Rahmen seiner Kapitalanlagepolitik (bei Liquiditätsnachfragern = Anbietern von Anlagemöglichkeiten) wieder investiert⁴⁰. Analog wären auch Finanzmarktteilnehmer wie Fonds- und Investmentgesellschaften oder Vermögensverwalter als Finanzintermediäre zu bezeichnen.

Erfolgt auch die weitere Unterscheidung zwischen verschiedenen dieser Intermediäre, die als *Finanzintermediäre i.e.S.* bezeichnet werden sollen, analog anhand der offerierten Leistungen, lassen sich die Varianten des Bank- sowie des *Versicherungsintermediärs* isolieren⁴¹. Mit diesen Bezeichnungen wird der Charakter des in den Strom der liquiden Mittel ein- oder zwischengeschalteten Mittlers einer Bank- oder Versicherungsunternehmung betont, der für die nachfolgenden Ausführungen im Mittelpunkt steht. Den hierunter subsumierten Intermediären ist gemein, dass sie liquide Mittel hereinnehmen und nach bestimmten arttypischen Modifikationen wieder herauslegen. Sie fungieren nach der vorangestellten Begriffssystematik also als *produzierende* Intermediäre.

Dies unterscheidet sie von den im Folgenden nicht gesondert behandelten Formen von Intermediären, die insbesondere auf Versicherungsmärkten einen Platz gefunden haben: die zwischen einem Finanzintermediär i.e.S. und seinen Kontraktpartnern stehenden Vermittler oder Makler⁴². Ihre Tätigkeit richtet sich zwar durchaus – z.B. im Sinne einer Anbahnung oder Betreuung von entsprechenden Verträgen – auf Zahlungsströme, jedoch sind sie in diese nicht unmittelbar eingebunden. Sollten sie überhaupt mit den Einzahlungen oder Auszahlungen der Tauschpartner in Berührung kommen, tun sie dies überwachend⁴³ und entsprechend ohne zahlungsstromgerichtete Modifikationen. Ihre Tätigkeit ist also hinsichtlich der Ströme finanzieller Mittel allenfalls die eines *handelnden* Intermediärs bzw. hier die eines *Finanzintermediärs i.w.S.*

Finanzintermediäre nur i.w.S. sind Akteure auf Finanzmärkten, die weniger unmittelbar in Finanzmittelströme, wohl aber in die zugehörigen *Informationsströme* eingeschaltet

⁴⁰ Vgl. Stüchtling (1994), S. 541f.; Stüchtling (1988), S. 37. Für eine aktuelle Einordnung der Finanzintermediation durch Versicherungsunternehmen aus gesamtwirtschaftlicher Sicht vgl. zudem Deutsche Bundesbank (2004), hier einführend S. 31f.; ferner Mishkin/Eakins (2006), S. 575.

⁴¹ Für eine detailliertere Unterscheidung vgl. etwa Mishkin (2006), S. 34 – 37.

⁴² Für eine Untersuchung so verstandener „insurance intermediation“ vgl. ausführlich Aschenbrenner-von Dahlen/Napel (2004).

⁴³ Vgl. mit dahingehender Betonung Bosselmann (1994), hier S. 116, 133; allgemeiner gehalten Farny (2000), S. 138f.

sind.⁴⁴ Zwar besitzen auf Informationen spezialisierte Akteure faktisch gerade auf den *Finanzmärkten* der Realität großes Gewicht, beschränkt auf diese Märkte für Tauschbeziehungen in liquiden Mitteln ist ihre Tätigkeit indes nicht. Für den deutschsprachigen Raum lässt sich dies nachdrücklich anhand der vom Großteil der Bevölkerung als besonders vertrauenswürdig eingestuften Qualitätsurteile der STIFTUNG WARENTEST⁴⁵ belegen. Zugunsten einer konsistenten und klaren Abgrenzung solcher *Informations-Spezialisten* von *Finanzintermediären* wie Bank- und insbesondere Versicherungsunternehmen erscheint es daher zielführender, auf den „Gegenstand“ der Intermediation abzustellen: Spezialisiert auf den Umgang mit Informationen wären die zuletzt beschriebenen Akteure daher primär als *Informationsintermediäre* zu bezeichnen. Nur dann, wenn sich ihre informationsbezogenen Aktivitäten auf *Finanzmärkte* richten, wäre eine sekundäre Klassifizierung als Finanzintermediär i.w.S. zulässig: Soweit sie Finanzprodukte beurteilt, wäre demnach etwa die Stiftung Warentest ein Finanzintermediär i.w.S., soweit sie Konsumgüter beurteilt, analog ein Güterintermediär i.w.S., stets aber ein Informationsintermediär. Rating-Ergebnisse als Wahrscheinlichkeitsaussagen identifizieren ihren Produzenten als Informationsintermediär, beziehen sich die Schätzungen im obenstehenden Sinne auf die planmäßige Kapitaldienstleistung, ist er auch Finanzintermediär i.w.S.⁴⁶ Damit ist eine Dreigliederung von Intermediären nach dem Gegenstand ihrer Aktivität herausgearbeitet worden. Abbildung 1 führt diese Ergebnisse zusammen und hebt die nachfolgend vertieften Intermediärsformen hervor.

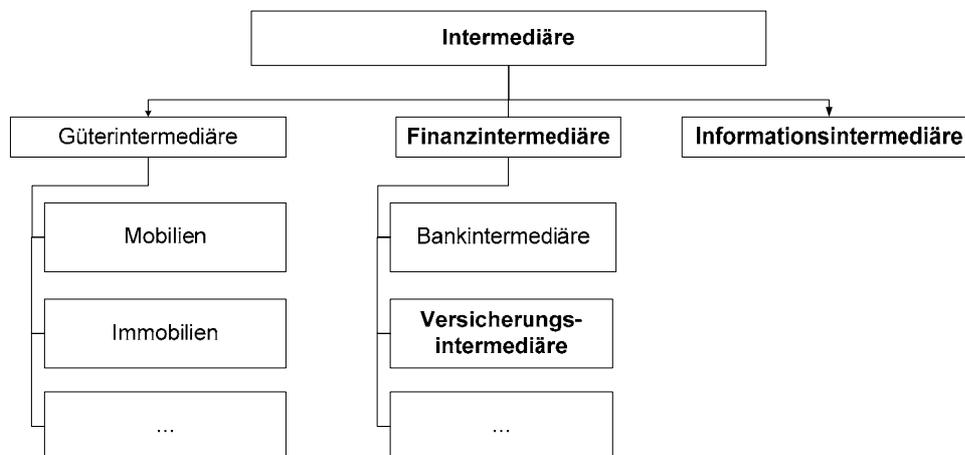


Abb. 1: Intermediärsformen

⁴⁴ Vgl. insbes. Breuer (1993), hier einführend S. 15 – 19, mit Bezug dazu auch Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (1998), S. 114f.; und aktuell Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2004), S. 108f.; frühzeitig auch Bitz (1989). Vgl. abgrenzend ferner Behrends (1998), S. 142, dort auch Fußnote 104.

⁴⁵ Nach eigenem Bekunden war die Stiftung 40 Jahre nach ihrer Gründung im Dezember 2004 96% der Deutschen bekannt, vgl. etwa Stiftung Warentest (2004), S. 3. Bekanntheitsgrad und Reputation der Stiftung waren bereits über 20 Jahre zuvor bemerkenswert groß, vgl. aus wissenschaftlicher Sicht einführend Fritz/Hilger/Silberer/Raffée (1981), bes. S. 381.

⁴⁶ Vgl. auch Everling (1991), S. 267: „Zwischenschaltung der Ratingagentur in die Kommunikationsbeziehung zwischen Anlegern und Emittenten“ (Hervorhebungen v. Verf.).

Ausgehend von der vorangestellten Differenzierung der Intermediäre in Gutachter, Auktionatoren, Händler und Produzenten wäre zu prüfen, ob sich diese Systematik analog auch auf Informationsintermediäre anwenden ließe. Tatsächlich ist die vierteilige Untergliederung analog auch auf die Gesamtheit der Informationsintermediäre übertragbar. Angesichts seiner informationsbezogenen Definition⁴⁷ könnten Institutionen wie die STIFTUNG WARENTEST oder Rating-Unternehmen einerseits der Intermediärsform des *Gutachters* zugeordnet werden. Angesichts dessen, dass sie Spezialisten für die Sammlung, Verarbeitung, Aufbereitung und Zurverfügungstellung von Informationen sind, die in die Informationsströme von Tauschbeziehungen zwischen Marktteilnehmern eintreten⁴⁸, wären sie andererseits als *Produzenten* (von Informationen) zu klassifizieren. Unter Informationsintermediäre fallen demnach auch jüngste Erscheinungsformen des Internet-Zeitalters wie „Wissensbroker“ oder „Suchmaschinenbetreiber“⁴⁹, die in der getroffenen Abgrenzung idealtypisch als Durchleitungsstationen unmodifizierter Information und daher als *Händlertypen* einzustufen wären.

Im Rahmen dieser Arbeit stehen jedoch Informationsintermediäre im Mittelpunkt, deren Rolle sich maßgeblich darüber definiert, dass sie einen Output an Informationen im Sinne von (subjektiven) *Bewertungen* verfügbar machen, den sie auf Basis eines anders gearteten, zielgerichtet be- und verarbeiteten Informations-Inputs gewonnen haben, die also primär *produzierende Informationsintermediäre* sind. Des Weiteren erfolgt eine Beschränkung auf die unter ihnen, deren Intermediation sich auf Tauschbeziehungen auf Märkten für Mittelüberlassungen richtet, die also sekundär Finanzintermediäre i.w.S. sind. Auch hierunter lässt sich noch eine Mehrzahl von Intermediären subsumieren: Mit Teilen ihres Leistungsangebots („FinanzTests“) wäre dies durchaus die STIFTUNG WARENTEST, weiterhin Marktteilnehmer wie Finanzanalysten oder Börseninformationsdienste⁵⁰. Insbesondere aber fallen hierunter Akteure, die Markt- und Kapitalnehmerinformationen sammeln, auswerten und in Form einer Benotung am Markt publik machen, die sich primär an die Interessen der anderen Vertragspartei, also an die Finanzmittel anbietenden Marktteilnehmer richtet, indem sie ein Wahrscheinlichkeitsurteil über die künftige Pflichtenerfüllung des Mittelaufnehmers formulieren: Dies sind Informationsintermediäre in Form von Rating-Unternehmen⁵¹. Auf diesen Ausschnitt

⁴⁷ Vgl. Breuer (1993), S. 10.

⁴⁸ Vgl. Hänchen/von Untern-Sternberg (1985), S. 413f. Im Ansatz ebenfalls generell, in den Ausführungen indes stärker auf internetspezifische Informationsdienstleistungen bezogen vgl. ergänzend Rose (1999), S. 50f., mit Bezug darauf auch Müller/Eymann/Kreutzer (2003), S. 341f., auch Müller, G. (2004), S. 4 – 6 passim, bes. S. 6.

⁴⁹ Vgl. ausführlich Rose (1999), S. 163 – 207; anhand von Beispielen auch Müller, G. (2004), S. 7 – 38.

⁵⁰ Vgl. zur STIFTUNG WARENTEST hier Sönnichsen (1992), S. 94f.; für eine auf die beiden letztgenannten Informationsintermediäre konzentrierte Untersuchung Michaelsen (2001), hier bes. S. 70.

⁵¹ Die Rolle dieser Informationsintermediäre auf Finanzmärkten besonders betonend vgl. Behrends (1998), hier S. 157f.

aus der Gesamtheit produzierender Informationsintermediäre konzentrieren sich die folgenden Ausführungen.

Nach einer Eingrenzung auf Informationsintermediäre, die solche – wie gesehen als Ratings definierte – Wahrscheinlichkeitsaussagen produzieren, ist aus dem verfügbaren Möglichkeitsbereich eine zutreffende und ökonomisch sinnvolle Bezeichnung auszuwählen. Informationsintermediäre, die sich auf die Erstellung von Unternehmensratings spezialisiert haben, werden traditionell als *Rating-Agentur* bezeichnet⁵². Dem wird im Rahmen dieser Arbeit aus folgenden Erwägungen nicht entsprochen: Dagegen spricht bereits, dass mit der angelsächsischen Entsprechung („agency“) ein – auch für diese Arbeit genutzter – Zweig der institutionenökonomischen Theorie bezeichnet wird. Noch schwerer wiegt jedoch die Gefahr von Missverständnissen in Bezug auf die Grundlage und Zielorientierung dieser Marktteilnehmer. Im anglo-amerikanischen Kulturkreis heißen bestimmte staatliche Organisationen („Dienste“) „Agencies“, womit Rating-Produzenten, die faktisch unternehmerisch im Sinne von erfolgsorientiert arbeiten, begrifflich in die Nähe staatlicher Institutionen gerückt werden. Tatsächlich wäre demnach für sie die Bezeichnung als *Rating-Unternehmen* („rating firm“) sachgerechter⁵³. Eine wortgetreue Übersetzung als *Rating-Firma*⁵⁴ wiederum erscheint hingegen unzweckmäßig, da der Begriff „Firma“ seinerseits im deutschen Sprachraum zwar häufig als Synonym für „Unternehmung“ genutzt wird, genau genommen aber nur ihren Handelsnamen bezeichnet⁵⁵. Im Kontext dieser Arbeit heißen diese Informationsintermediäre daher *Rating-Unternehmen* oder – anknüpfend an ihrer Funktion – ebenso wie bestimmte andere Institutionen *Rating-Produzenten*.

Bis hierher ist damit erklärt, worin die Tätigkeit von Finanz- und Informationsintermediären im Allgemeinen besteht. Die Abgrenzungen haben zum einen gezeigt, dass zu beiden Formen neben den nachfolgend vertieft behandelten Versicherungsintermediären sowie Rating-Anbietern noch weitere Spielformen zählen, zum anderen, *welche* Funktionen sie gerichtet auf welche Intermediationsobjekte im Marktgeschehen ausüben. Noch nicht erklärbar ist bis hierher indes, *warum* das durch sie geschieht, warum diese Funktionsausübung also

- überhaupt (dem Grunde nach) nötig ist und nachgefragt wird
- ausgerechnet durch solche Intermediärsformen und nicht auf andere, am Markt ebenfalls denkbare Art und Weise dargestellt wird.

⁵² Vgl. für den deutschsprachigen Raum insbes. Everling (1991), S. 25.

⁵³ Vgl. insbesondere White (2002), passim, hier S. 43, 57 (Note 6).

⁵⁴ Vgl. etwa Laster/Swiss Re (2003).

⁵⁵ Vgl. § 17 I HGB und im Versicherungskontext etwa § 18 I VAG; kommentierend Prölss/Kollhosser/Weigel (2005), § 18, Rdnrn. 1f., Vor § 15, Rdnrn. 51f.

Die dafür notwendige Erklärung ist nichts anderes als die fundamentale Rechtfertigung eines „raison d’être“⁵⁶ von Intermediären. Ein grundsätzliches Verständnis hiervon ist aber Voraussetzung für die Analyse des Markthandelns von Versicherungs- und Informationsintermediären auf realen Versicherungsmärkten und wird daher im Folgekapitel hergestellt.

2.2. Erklärungsansätze für die Existenz von Intermediären

2.2.1. Traditionelle Erklärungen

Unabhängig davon, dass sie in der Realität existierten, mussten Intermediäre auf den Märkten der ökonomischen Theorie so lange eine Nebenrolle spielen, wie diese sich auf die idealisierte neoklassische Modellwelt konzentrierte⁵⁷: Auf ihren vollkommenen und vollständigen Märkten im Allgemeinen und Finanzmärkten im Besonderen sind direkte Austauschbeziehungen zwischen Marktteilnehmern problemlos möglich.⁵⁸

Die Welt der klassischen und neoklassischen Mikroökonomie erweist sich daher als ungeeignet für eine Untersuchung der Finanzintermediation und insbesondere Informationsintermediation: Auf vollkommenen Märkten sind Informationen grundsätzlich gleichverteilt im Sinne „allgemeiner Allwissenheit“. Sollten sie sich im Laufe der Zeit – aus welchen Gründen auch immer – einmal einstellen, müssen solche *Informationssymmetrien* auf eine „logische Sekunde“ beschränkt bleiben, denn ihr Abbau – wie das Markthandeln der Akteure insgesamt – ist unbelastet von *Transaktionskosten* möglich. Damit aber können Informationsasymmetrien in einem Wirtschaftssystem handelnder Individuen stets nur flüchtig und auf längere Sicht ausgeschlossen sein: Jeder Akteur kann sich ohne Inkaufnahme wirtschaftlicher, zeitlicher oder sonstiger Nachteile jederzeit fehlende Informationen beschaffen.⁵⁹ Ein auf Informationen spezialisierter Intermediär wird daher von keinem *homo oeconomicus* benötigt. Und analog gilt: Ebenfalls (transaktions-)kostenfrei möglich ist in dieser Welt die Überwindung aller weiteren Austauschhemmnisse zwischen Anbietern und Nachfragern, wie etwa eine räumliche Entfernung. Unternehmerische Transportintermediäre wie im eingangs genannten Beispiel sind daher ebenfalls entbehrlich. Wenn also jeglicher Kontrakt zwischen Anbieter und Nachfrager letztlich *frikionsfrei* ist, besteht für sie kein Anlass, auf Intermediäre

⁵⁶ Vgl. Benston/Smith (1976), S. 215 (im Original kursiv).

⁵⁷ Vgl. für einen einführenden Überblick Jansen (2005a), bes. S. 55, 59.

⁵⁸ Vgl. für eine Einführung in Versicherungsmärkte bei vollständiger Information und Hinweisen auf einhergehende Probleme der Analyse einer „Marktmacherfunktion der Versicherer“ Eichhorn/Hellwig (1988), bes. S. 1063f.

⁵⁹ Werden diese Informationskosten als spezielle Form von Transaktionskosten i.w.S. aufgefasst, lassen sich die hier getrennten Problemkreise von Transaktionskosten (i.e.S.) und Informationsasymmetrien auch vereinen, vgl. hierzu stellvertretend Neus (2005), S. 90 – 92.

zurückzugreifen. In dieser Modellwelt haben daher Intermediäre im Allgemeinen, auf vollkommenen Finanzmärkten Finanzintermediäre, auf vollkommenen Versicherungsmärkten Versicherungsintermediäre im Besonderen keine Existenzberechtigung: „Auf den vollkommenen Kapitalmärkten der Theorie ist für Intermediäre kein Raum“⁶⁰. Beziehungen zwischen individuellen Marktteilnehmern gestalten sich vielmehr in idealtypisch direkter Form, wie die folgende Abbildung 2 verdeutlicht.

Eine wissenschaftliche Auseinandersetzung mit Intermediären wird demnach erst dann sinnvoll, wenn das Ideal vollkommener und vollständiger Märkte aufgegeben und angenommen wird, dass verschiedene *Friktionen* direkte Austauschbeziehungen be- oder sogar verhindern können. Von hierher ist Intermediären zunächst eine Art Ausgleichsfunktion inmitten von quantitativen, qualitativen, räumlichen und zeitlichen Friktionen der Finanzmittelströme zugewiesen worden.⁶¹

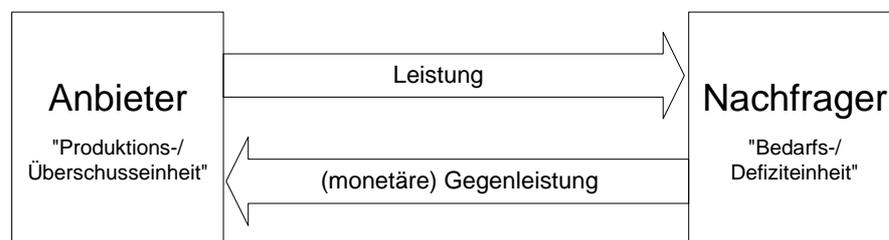


Abb. 2: *Friktionsfreie Austauschbeziehung in der neoklassischen Welt*

Traditionelle Ansätze zur Erklärung von Finanzintermediären in Gestalt von Banken bzw. Versicherungen knüpften daher an diesen Friktionen bzw. ihrer Überwindung an. Diese gelingt Finanzintermediären wie Banken und Versicherungen durch das Ausüben von entsprechenden *Transformationsfunktionen*. In Bezug auf die Kreditwirtschaft wird diese aufgegliedert in die Transformation von Fristen, Liquiditätsgraden, Losgrößen und Risiken⁶², während in der Assekuranz die zuletzt genannte *Risikotransformationsfunktion* herausragende Bedeutung besitzt⁶³.

Das Zugestehen von Friktionen und hierauf beruhenden Transformationsbedürfnissen der Marktteilnehmer kann indes nur erklären, warum es zur entsprechenden Ausübung von Transformationsfunktionen dem Grunde nach kommt. Offen bleiben muss demgegenüber, warum diese Leistungen ausgerechnet durch darauf spezialisierte Finanzintermediäre erbracht werden sollten – also nicht von anderen Marktteilnehmern (möglicherweise sogar der Gesamtheit der Wirtschaftssubjekte in jeweils eigenverantwortli-

⁶⁰ Franke/Hax (2004), S. 458; vgl. entsprechend auch v. d. Schulenburg (1988), S. 1273f., v. d. Schulenburg (1993), S. 510; Horsch (2005b), S. 83.

⁶¹ Vgl. einführend Süchting (2002), S. 1 – 3; anhand von Beispielen auch Mishkin (2006), S. 29 – 31; sowie ausführlich Süchting/Paul (1998), S. 4 – 11, 54.

⁶² Vgl. einführend Burghof/Rudolph (1996), S. 5f.

⁶³ Vgl. exemplarisch Arrow (1963), S. 960. Besonders deutlich wird die Bedeutung der Risikotransformation an einer darauf gründenden *Theorie* der Versicherung, vgl. dazu Albrecht (1992), bes. S. 3 – 6, 44 – 46. Vgl. auch Vaughan/Vaughan (2003), S. 33 – 40.

cher Tätigkeit oder aber einem Monopolisten) oder auch staatlicherseits dargestellt werden können. Anders gewendet: Zur Ableitung einer Existenzberechtigung für Finanzintermediäre liefern Nachweise a) des Vorhandenseins von Friktionen sowie b) der *effektiven* Fähigkeit des Intermediärs zur Erfüllung der Funktion „Friktionsbewältigung“ nur zwei erste Teilschritte. Der entscheidende nächste Schritt besteht in dem Nachweis, dass Finanzintermediäre gegenüber alternativen Ansätzen zur Bewältigung von Tauschhemmnissen spezifische Vorteile realisieren und die Funktion somit *effizient* ausfüllen können. Dieser Nachweis lässt sich in verschiedenen Ausprägungen führen, die sich durch die zugrunde gelegte Annahme zur Informationsverteilung auf den Märkten für liquide Mittel unterscheiden.

2.2.2. Transaktionskostenansatz

Der bereits auf RONALD COASE zurückgehende⁶⁴ und im letzten Quartal des 20. Jahrhunderts vor allem von OLIVER WILLIAMSON ausgebaute⁶⁵ Transaktionskostenansatz wird heute der Forschungsrichtung der „Neuen Institutionenökonomie“ zugeordnet, die in weiten Teilen Gegenentwürfe zur neoklassischen Herangehensweise formuliert. Bereits dann, wenn gegenüber den neoklassischen Gleichgewichtsmodellen in einer schrittweisen Annäherung an die Realität zunächst nur die Existenz von Transaktionskosten konzediert wird, verändern sich die Erklärungsmöglichkeiten im Hinblick auf Intermediärstätigkeiten deutlich. Dies gilt, obwohl zunächst noch am oben gezeigten Ideal von Zustand und Verteilung der Information festgehalten wird.

Die an Transaktionskosten (bei noch gleichverteilter Information) geknüpfte Existenzbegründung wird wie folgt entwickelt: Mit der Einschaltung von Finanzintermediären in die auf Liquiditätsströme gerichteten Beziehungen zwischen originären (Liquiditäts-)Anbietern und (Liquiditäts-)Nachfragern lassen sich die Kosten des Kontrahierens im Vergleich zu einer direkten Anbieter-Nachfrager-Beziehung reduzieren. Ausgehend vom allgemeinen Verständnis, wonach Transaktionskosten die „costs of running the economic system“⁶⁶ darstellen, können sie in Bezug auf einen einzelnen Kontrakt für dessen Anbahnung, Vereinbarung, Abwicklung, Kontrolle und Anpassung entstehen⁶⁷. Nimmt man mit WILLIAMSON den Moment des Vertragsabschlusses als Bezugspunkt,

⁶⁴ Nach h.M. wurden Transaktionskosten erstmals im Rahmen von RONALD H. COASE in die Diskussion eingeführt. Vgl. hierzu insbesondere Coase (1937), bes. S. 390f. („contract costs“), 395f. („costs of organizing an extra transaction“). Vgl. für eine Würdigung nicht zuletzt Williamson (1985), hier einleitend S. 3 – 12. Vgl. demgegenüber kritischer Schneider (2001), S. 635 – 638.

⁶⁵ Vgl. insbes. Williamson (1975), Williamson (1985). Vgl. für eine Einführung etwa Freiling/Reckenfelderbäumer (2004), S. 37f. sowie kritischer Schneider (2001), S. 639 – 641.

⁶⁶ Vgl. – mit Bezug zu KENNETH ARROW – Williamson (1985), S. 18.

⁶⁷ Vgl. dazu bes. Picot (1991), hier S. 344, ähnlich Bosselmann (1994), S. 14 – 16; entsprechend zu Finanzkontrakten vgl. auch Paul (2002), S. 41.

entstehen Transaktionskosten eines Kontraktes sowohl vor als auch nach Vertragsabschluss⁶⁸, wie auch die folgende Abbildung 3 verdeutlicht.

Aus der Art der in Rede stehenden Transaktionskosten im Zuge von Vertragsabschlüssen ergibt sich noch nicht, warum Intermediäre im Allgemeinen und Finanzintermediäre im Besonderen diesbezügliche Vorteile versprechen sollten. Erst unter Einbezug ihrer *Spezialisierung* auf liquiditätsbezogene Transaktionen lässt sich das Fundament für Kostenvorteile von Finanzintermediären legen: Es besteht aus der Chance von Größen- und Verbundvorteilen (*economies of scale and scope*)⁶⁹. Hierfür verantwortlich können Kostendegressions- und Lerneffekte sowie Marktmachtvorteile einerseits sowie Verbundvorteile eines umfassenden Angebotssortiments andererseits sein. Darüber hinaus sind Diversifikationsvorteile (*economies of diversification*) zu berücksichtigen⁷⁰.

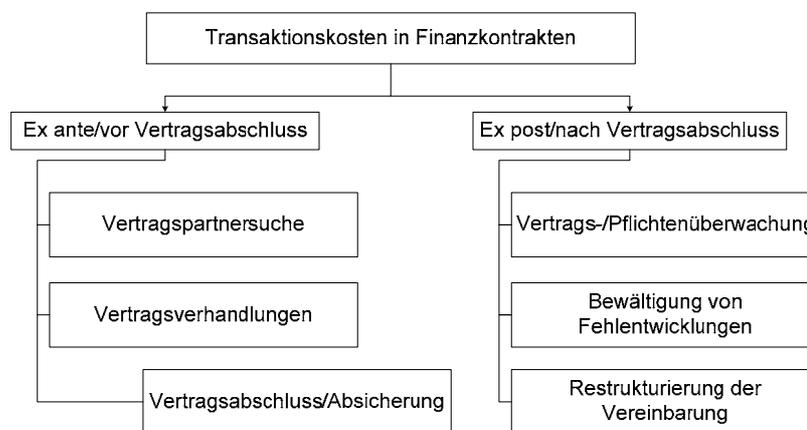


Abb. 3: Transaktionskostenkategorien

Bereits die Resultate empirischer Untersuchungen zeigen allerdings, dass der Nachweis der angeführten Vorteile in der Praxis weitaus schwieriger ist als die Nachvollziehbarkeit des Gedankengangs⁷¹. Aber auch aus theoretischen Erwägungen heraus wandte sich die Forschung in der Folgezeit einer Erweiterung der Argumentationsbasis über die *zusätzliche Einführung asymmetrisch verteilter Informationen* zu: „Transaction costs could explain intermediation, but their magnitude does not in many cases appear sufficient to be the sole cause. We suggest that *informational asymmetries may be a primary reason that intermediaries exist.*“⁷² Dieser Erkenntnis wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit schon deswegen gefolgt, weil für die ebenfalls zu untersuchenden *Informations-*

⁶⁸ Vgl. Williamson (1985), hier S. 2, 20f.; vgl. bezogen auf Finanzkontrakte ferner Franke/Hax (2004), S. 44f.

⁶⁹ Vgl. einführend Kohn (2004), S. 117 – 125.

⁷⁰ Vgl. auch Mishkin (2006), S. 31f., 173f.

⁷¹ Vgl. – jeweils m.w.N. – Paul (2002), S. 42f.; Paul (1994), S. 19 – 25 sowie Saunders/Walter (1994), S. 69 – 83.

⁷² Leland/Pyle (1977), S. 382f. Auch mit Blick auf die Assekuranz erschien dieser Ansatz aussichtsreicher, vgl. Skogh (1989), zur Verbindung von Transaktionskostenvorteilen i.e.S. und Informationsvorteilen von Versicherungsintermediären. Vgl. aktuell auch Deutsche Bundesbank (2004), S. 32.

intermediäre der Tatbestand asymmetrisch verteilter Informationen sogar *existenznotwendig* ist. Anders gesagt: Informationsintermediäre sind auch dann, wenn Transaktionskosten existieren, solange nicht erklärbar, wie gleichzeitig noch von vollständiger und gleichverteilter Information ausgegangen wird: Angesichts allgemeiner Allwissenheit hätte nämlich kein Marktteilnehmer einen Anreiz, für die Informationen etwas zu bezahlen, die von Informationsintermediären offeriert werden⁷³: Da Informationsangebote von Informationsintermediären keinen Wissens- und daraus resultierenden Nutzenzuwachs bewirken können, wären Wirtschaftsteilnehmer gegenüber für sie unentgeltlichen Informationen indifferent, entgeltliche würden sie rationalerweise ablehnen. Entsprechend könnte aus Wissensdifferenzen eine Nachfrage nach den Leistungen von Finanz- und/oder Informationsintermediären entstehen.

2.2.3. Bewältigung asymmetrischer Informationsverteilungen

Für die Erklärung von Finanz- und Informationsintermediation konnte die neoklassische ökonomische Theorie – wie gesehen – keine Ausgangsbasis bieten, da zu ihrem Prämissengebäude neben der Abwesenheit von Transaktionskosten die *Vollständigkeit und Gleichverteilung der Informationen* zählten. Wie anschließend gezeigt, wird die gesuchte Erklärungsbasis mit der Einführung von Transaktionskosten für Finanzintermediäre immerhin ansatzweise, indes für Informationsintermediäre noch gar nicht geschaffen. Entscheidend verbreitert wird sie erst durch die Annahme von uneinheitlich verteiltem Wissen unter den Marktteilnehmern („asymmetrische Informationsverteilung“). Auf dieser Basis lässt sich zum einen die ausstehende Existenzbegründung für Informationsintermediäre im Allgemeinen ableiten, an der sich auch zeigt, inwiefern Transaktionskosten und Informationsasymmetrien Berührungspunkte aufweisen: „determinants of the existence of informational intermediaries are the *costs* of producing and disseminating (selling) information.“⁷⁴ Zum anderen hat sich der hierauf zurückgehende informationsökonomische Zweig der Theorie der Finanzintermediation als der tragfähigere erwiesen und entsprechend ausbauen lassen⁷⁵.

Zurück geht auch dieser Ansatz auf die Forschungsrichtung der Neuen Institutionenökonomik, die von der entscheidenden Bedeutung (nicht kostenfreier) Institutionen ausgeht und im Zweig der Principal-Agent-Theorie *Auftragsverhältnisse* zwischen Akteuren in den Mittelpunkt stellt. Solche Principal-Agent- bzw. Auftraggeber-Beauftragten-Beziehungen entstehen immer dann, „wenn der Beauftragte einen Wissensvorsprung

⁷³ Vgl. mit Bezug zu Rating-Agenturen Partnoy (1999), S. 632.

⁷⁴ Hänchen/von Ungern-Sternberg (1985), S. 407 (Hervorhebung im Original).

⁷⁵ Vgl. grundlegend Leland/Pyle (1977), Campbell/Kracaw (1980), Diamond (1984); sowie zusammenfassend zum „information-theoretic approach“ der Bankintermediation später Mester (1992), passim, hier bes. S. 546f. Für einen zusammenfassenden Überblick vgl. später Heinke (1998), S. 229 – 232; aktuell auch Mishkin (2006), S. 32f., 174f.

hat, der ihm zu Lasten des Auftraggebers verborgene Handlungen bei der Auftragsdurchführung erlaubt“⁷⁶. In engerer Abgrenzung können Aufträge als Vertragsbeziehungen zwischen einem Auftraggeber und einem Beauftragten verstanden werden, in deren Rahmen der Beauftragte (Agent) sich zur Erfüllung eines Auftrages gegenüber dem Auftraggeber (Principal) verpflichtet, wofür ihm der Anspruch auf eine Gegenleistung gewährt wird⁷⁷. Zu den Kernproblemen solcher Arrangements zählt dann, dass der Auftraggeber nur unvollständiges Wissen darüber besitzt, inwieweit der Beauftragte seinen Pflichten nachzukommen gedenkt und inwieweit er es letztlich tatsächlich tut. Dieser Zustand ist dabei kein Zufall, sondern Wesensmerkmal von Auftragsbeziehungen, denn „by definition the agent has been selected for his specialized knowledge and therefore the principal can never hope completely to check the agent’s performance“⁷⁸. Der Auftraggeber läuft aus diesem Grunde aber stets Gefahr, dass der Beauftragte seine Informationsvorsprünge und Handlungsspielräume nutzt, um eigene Interessen zu verfolgen, während er denen des Auftraggebers zuwiderhandelt. Da gerade die Nichtbeobachtbarkeit seines Handelns den Auftragnehmer erst zur Wahrnehmung von Handlungsspielräumen animieren kann, die von ihm gebotene Leistungsqualität insofern endogen bestimmt ist, entsteht ein entsprechendes verhaltensbezogenes oder *moralisches* Risiko (*moral hazard*)⁷⁹. Diese (potentielle) Gefahr aber behindert das Zustandekommen von Verträgen, da die Einpreisung des Verhaltensrisikos in die Austauschrelationen den Auftragnehmer benachteiligt und insoweit den Anreiz noch weiter erhöht, Spielräume tatsächlich auszunutzen.

Vorgenannte Problemhinsicht betont die Ungewissheit des Auftraggebers⁸⁰, indem sie Verhaltensanreize eines Auftragnehmers *nach* Vertragsabschluss und insoweit die *Kann*-Qualität seiner Leistung in den Mittelpunkt stellt. Analog lassen sich Wissensgefälle und Unsicherheiten *vor* Vertragsabschluss berücksichtigen. Besteht bei einem Auftraggeber Unsicherheit über die *Ist*-Leistungs-Qualität potentieller Auftragnehmer, so besteht die Gefahr, dass er „mangels besseren Wissens“ eine uniforme Durchschnittsqualität unterstellt und jedem Kandidaten für eine Auftragsnahme daher auch nur ein durchschnittliches Entgelt offeriert. Hierdurch werden Kandidaten unterdurchschnittlicher Qualität animiert, solche überdurchschnittlicher Qualität hingegen brüskiert, wor-

⁷⁶ Schneider (1995), S. 48 (im Original kursiv).

⁷⁷ In dieser Form zurückgehend auf Ross (1973), S. 134. Vgl. grundlegend zudem Jensen/Meckling (1976). Für einen einführenden Überblick vgl. auch Meinhövel (2005), hier S. 66f.

⁷⁸ Arrow (1968), S. 538. In der Theorie wird dabei regelmäßig eine Partei als Minderinformierte bzw. Auftraggeber betont, vgl. etwa die grundlegenden Arbeiten von – am Beispiel des Sachguts Gebrauchtwagen – Akerlof (1970); sowie – für Versicherungen – Rothschild/Stiglitz (1976); und auch v. d. Schulenburg (1984), hier S. 313.

⁷⁹ Vgl. zur Abgrenzung des moral hazard von der anschließend behandelten adverse selection über die Endogenität/Exogenität der Leistungsqualität des Besserinformierten Shapiro (1982), S. 21. Vgl. kompakt auch v. d. Schulenburg (1993), S. 517f.

⁸⁰ Vgl. Pauly (1974); nicht nur für einen Überblick zum Stand der Forschung vgl. zudem Stewart (1994), hier S. 193 – 195.

aufhin die Qualität sämtlicher Auftragnehmer im Durchschnitt sinkt, da es unter ihnen zu einer Negativauslese (*adverse selection*) kommt.

Zweiseitige Verträge können als Bündel von zwei voneinander abhängigen, gegenläufigen Auftragsbeziehungen verstanden werden⁸¹. Ein einziger zweiseitig verpflichtender Kontrakt bringt die beiden Vertragsparteien insofern in eine Doppelrolle, sie sind Auftraggeber (Principal) in Bezug auf die jeweiligen Gegenleistungspflichten der anderen Partei, Auftragnehmer (Agent) in Bezug auf ihre eigenen Leistungspflichten. Hinsichtlich seiner eigenen Pflichten verzeichnet jeder Kontraktpartner Informationsvorsprünge, hinsichtlich der entgegen gesetzten Leistungspflichten des anderen Informationsdefizite. Die vertragsschädlichen Informationsgefälle besitzen damit aber auch das doppelte Schadenspotential in Bezug auf das Zustandekommen oder Verletzen von Verträgen.

Auswege aus dem Dilemma bieten zwei grundsätzliche Handlungsvarianten⁸²:

1. Die schlechter informierte Partei kann aktiv werden und sich fehlende Informationen über die andere beschaffen (screening)⁸³.
2. Die besser informierte Partei kann entscheidungsrelevante Informationen in Form von „Signalen“ an die andere übermitteln (signaling)⁸⁴.

Allerdings entstehen in beiden Fällen neue Transaktionskosten, die einerseits die Attraktivität von Vertragsabschlüssen reduzieren, andererseits Existenzberechtigungen für Intermediäre, die gerade diese Transaktionskosten effektiv und effizient bewältigen können. Insofern erhöht sich aus Informationsasymmetrien heraus der Anreiz nochmals, auf Intermediäre zurückzugreifen, um das bestehende Dilemma aufzulösen.

Jedoch wird mit deren Markteintritt die zuvor herrschende Ungleichverteilung unvollständiger Informationen nicht verschwinden, sondern es werden neue Auftragsbeziehungen und auch Informationsasymmetrien erzeugt. Die Problemstellung wandelt sich also einmal mehr wie folgt: Analog zu den im Vorkapitel behandelten Transaktionskosten werden die nun hinzugekommenen Informationsasymmetrien mit dem Markteintritt eines Intermediärs lediglich *verändert*. Die ursprüngliche, einstufige Tausch- bzw. Principal-Agent-Beziehung wird mit Einschaltung eines Intermediärs zunächst zweigeteilt, mit dem Hinzutritt weiterer Akteure⁸⁵ kann sie noch facettenreicher werden. Die (Be-)Gründung und Fortexistenz des Intermediärs wäre – ökonomische Rationalität

⁸¹ Vgl. auch Horsch (2005b), S. 90.

⁸² Vgl. mit Bezug zu den nachfolgend genannten Originalen auch Kaas (1990), S. 541; Franke/Hax (2004), S. 424f.; einfürend ferner Heinke (1998), S. 198.

⁸³ Grundlegend zum screening vgl. Stiglitz (1975).

⁸⁴ Vgl. grundlegend Spence (1973) sowie für sein aktuelles “Signaling in Retrospect“ Spence (2002). Vgl. ergänzend auch hier v. d. Schulenburg (1993), S. 545f.

⁸⁵ Dieser kann aus unterschiedlichen Gründen erfolgen, insbesondere kann der ursprüngliche Intermediär ihre Integration betreiben. Ein Beispiel hierfür wäre der Rückgriff eines Versicherungsintermediärs auf einen spezialisierten zweiten: ein Rückversicherungsunternehmen. Vgl. einfürend und mit Verweis auf unverändert bestehende Definitionsprobleme v. d. Schulenburg (2005), S. 165 – 168.

vorausgesetzt – daher nur dann zu erwarten, wenn er Effektivitäts- und Effizienzvorteile gegenüber sämtlichen Alternativen – einschließlich der einer intermediärsfreien Welt – bei der „Asymmetriebewältigung“ böte. Inwieweit Finanzintermediäre diese Vorteile darstellen können, wird daher nachfolgend genauer untersucht.

Analog wäre die Existenz und Sinnhaftigkeit von Informationsintermediären zu erklären. Die Entstehung dieser Unternehmungen als Institutionen könnte daraus folgen, dass sie zu einer verbesserten Allokation knapper (hier: finanzieller) Ressourcen unter Ungewissheit beitragen: „Soweit Unternehmungen die Nichteinheitlichkeit des Wissensstandes auf Märkten als Institutionen abzubauen in der Lage sind, fördern sie die Abstimmung von Einzelwirtschaftsplänen über Märkte durch bessere Ausnutzung begrenzter Mittel.“⁸⁶ Diesen Beitrag könnten Informationsintermediäre einerseits dadurch leisten, dass sie direkte Finanzkontrakte ermöglichen, die ohne ihr Markthandeln nicht realisierbar gewesen wären. Informations- könnten Finanzintermediäre also aussparen helfen („ersetzen“), wenn es ihnen gelänge, die vertragsschädlichen Informationsasymmetrien der Ausgangssituation durch Nutzbarmachung ihrer Leistungsergebnisse als Signaling- oder Screening-Instrument⁸⁷ so weit zu mildern, dass die Vertragskandidaten nun zu einem direkten Kontrahieren bereit sind. Andererseits bestünde die Möglichkeit, dass Informationsintermediäre die Tätigkeit von Finanzintermediären flankierten, also das bereits um einen Finanzintermediär erweiterte Vertragsverhältnis nochmals *ergänzten*. Insbesondere in diesem – in der Realität wiederfindbaren – Szenario ist erneut zu betonen: Auch mit dem Markteintritt von Informationsintermediären verschwinden Informationsasymmetrien nicht gänzlich, vielmehr *verändern* sich hierdurch Quantität und Qualität relevanter Auftragsbeziehungen und in der Folge Anreizeffekte und Informationsasymmetrien, die das Markthandeln der Akteure beeinflussen. Mit den Informationsasymmetrien existiert eine Begründung für signaling und screening⁸⁸ ebenso wie für Intermediäre. Beide lassen sich zusammenführen in der Überlegung, dass Intermediäre Effektivitäts- und Effizienzvorteile beim signaling und screening besitzen.

Die weitere Untersuchung verfolgt daher einen positiven Erklärungsansatz insoweit, als real existierende Institutionen und (Auftrags-)Beziehungen zwischen ihnen beschrieben und analysiert werden⁸⁹. Ein erster Ausgangspunkt ist das Vorhandensein von Transaktionskosten und Informationsasymmetrien, ein zweiter die parallele Existenz von Versicherungsintermediären und Informationsintermediären in Form von Rating-Unternehmen auf Versicherungsmärkten. Von hierher ist nicht nur zu prüfen, inwieweit diese Versicherungs- und Informationsintermediäre in der Lage sind, Effektivitäts- und Effi-

⁸⁶ Schneider (2001), S. 654.

⁸⁷ Vgl. Heinke (1998), S. 51, 215.

⁸⁸ Umgekehrt sind signaling und screening bei symmetrischer Informationsverteilung überflüssig, vgl. prägnant Kaas (1990), S. 542.

⁸⁹ Vgl. einführend zur Unterscheidung normativer und positiver (Principal-Agent-)Modelle die – auf MICHAEL C. JENSEN rekurrierenden – Ausführungen bei Meinhövel (2005), bes. S. 69, 73f.

zianzvorteile bei der Bewältigung von Informationsasymmetrien für sich genommen zu realisieren, sondern insbesondere auch, wie ihr *Zusammenwirken* aus der Sicht der Theorie des Auftragshandelns zu bewerten ist. Für das Funktionieren von Auftragsverhältnissen sind die Motivationen und Anreize der Beteiligten, die in diesem Rahmen etwas „unternehmen“, von entscheidender Bedeutung⁹⁰. Hieran anknüpfend besteht die Möglichkeit, zusätzlichen Erklärungsgehalt durch die Untersuchung der grundsätzlichen Hintergründe jeder unternehmerischen Aktivität zu gewinnen.

2.2.4. Ausübung von Unternehmerfunktionen

Anders als in der neoklassischen Theorie ist es im Rahmen des institutionenökonomischen Forschungsansatzes zumindest möglich zu erklären, auf welcher ökonomischen Basis, *warum* also Intermediäre ent- und fortbestehen. Bei genauerem Hinsehen beschränkt sich der Erklärungsgehalt indes darauf, warum sie entstehen und fortexistieren *können*. Offen bleibt hingegen, unter welchen Umständen und durch wen diese spezialisierten Institutionen *tatsächlich* entstehen: Aus dem reinen Vorhandensein einer Gelegenheit zur Erzielung von Transaktionskostenvorteilen und eines darauf basierenden ökonomischen Erfolgs folgt noch nicht, dass diese Gelegenheit auch genutzt wird. Hierfür muss sie zunächst *entdeckt* werden⁹¹. Diese Entdeckung sowie die Entscheidung zu ihrer ökonomischen Ausnutzung kann nur in einer *prozessorientierten Sichtweise*⁹² erklärt werden, die sich mit den Menschen auseinandersetzt, die Gelegenheiten ausfindig machen und sich zu ihrer Ausnutzung mit Hilfe von Institutionen entscheiden. Damit ist zunächst die Herangehensweise der (*Modern*) *Austrian Economics* umschrieben, wie sie von Vertretern wie LUDWIG VON MISES, FRIEDRICH AUGUST VON HAYEK und ISRAEL KIRZNER als Marktprozesstheorie entwickelt worden ist, zu deren zentralen Annahmen die Unsicherheit im wirtschaftlichen Handeln sowie die Ungleichverteilung des Wissens unter den Marktteilnehmern zählen⁹³. Im Rahmen der Marktprozesse – respektive ihrer Erklärung – geraten dabei *Unternehmerfunktionen* in den Mittelpunkt des Interesses.

Vor diesem Hintergrund ist die Lehre von den Unternehmerfunktionen unter Rückgriff auf historische Arbeiten nicht nur von v. HAYEK, sondern auch von RICHARD CANTILLON, ADOLF F. J. RIEDEL, JOSEPH A. SCHUMPETER in der jüngeren Vergangenheit von DIETER SCHNEIDER ausgearbeitet worden, „um von den Unternehmerfunktionen her

⁹⁰ Vgl. – besonders zu Anreizeffekten bei Teamproduktion – Alchian/Demsetz (1972), bes. S. 779f. Kritisch zum Agency-Charakter unter Gleichberechtigten vgl. indes Schneider (1995), S. 48.

⁹¹ Grundlegend zur Bedeutung der (unternehmerischen) Entdeckerrolle in Bezug auf Gelegenheiten vgl. Kirzner (1978), hier illustrativ S. 38. Vgl. einführend und m.w.N. auch Paul/Horsch (2005), S. 150.

⁹² Vgl. im Versicherungskontext ansatzweise auch v. d. Schulenburg (1988), S. 1270.

⁹³ Vgl. einführend Freiling/Reckenfelderbäumer (2004), S. 50f.

eine Wissenschaft des Managements und der Unternehmung aufzubauen“⁹⁴. Eingebettet in eine Betriebswirtschaftslehre als *Einzelwirtschaftstheorie der Institutionen* wird mit dieser Lehre eine Basis gelegt, auf der fußend die Entstehung und Fortexistenz von Unternehmungen als Institutionen über die Ausübung von Unternehmerfunktionen seitens der Marktteilnehmer erklärt werden kann.

Ausgangspunkt ist das ganz grundlegende Streben von Menschen nach Einkommenserzielung, -verwendung sowie nach der Beseitigung der damit verbundenen Unsicherheiten. Diesbezüglich suchen Menschen nicht zuletzt danach, persönliche Nachteile aus der Ungleichverteilung des (noch dazu selbst in der Gesamtheit unvollständigen) Wissens einer Gesellschaft sowie bestehende Unsicherheitsursachen zu reduzieren⁹⁵. In einer prozessorientierten Sichtweise wird der so charakterisierten Wissensverteilung eine Schlüsselrolle zugewiesen: Unvollständiges und ungleich verteiltes Wissen führt demnach nicht zu beklagenswerten Unvollkommenheiten von Markt und Wettbewerb, sondern erst (erkannte) Wissensunterschiede und Unsicherheiten rufen Handlungen der Marktteilnehmer hervor, die den Wettbewerb als „Such- und Entdeckungsverfahren“ und im Zuge dessen die wirtschaftliche Entwicklung insgesamt fördern⁹⁶.

Sofern sie diese Aufgabe in eigener Sache wahrnehmen, handeln Menschen unternehmerisch im Sinne eines Unternehmers seines Wissens, seiner Arbeitskraft und seines sonstigen Vermögens⁹⁷. Dieses Handeln kann sich dann nicht zuletzt auf das Zustandekommen von liquiditätsbezogenen Kontrakten mit anderen Marktteilnehmern beziehen. Möglicherweise aber erweisen sich die Schwierigkeiten aus der Unvollständigkeit und Ungleichverteilung des Wissens als so gravierend, dass ein „einzelkämpferisches“ Vorgehen nicht zum Ziel führt. Einen Ausweg kann es dann bieten, im Rahmen einer Unternehmung als Institution zu agieren. Daraufhin entstehende Unternehmungen sind folglich „Institutionen als Durchführung menschlichen Plans“, keine „Institutionen als unabsichtliches Ergebnis menschlichen Handelns“⁹⁸.

Um so zu unterscheiden, ist an der zum Ausgangspunkt gemachten Reduzierung von Einkommensunsicherheiten anzuknüpfen: Ein Marktteilnehmer, der *findig* genug war, zunächst einen bisher unerkannten, möglicherweise lohnenden Weg⁹⁹ zur Verringerung seiner persönlichen Einkommensunsicherheit, dann aber dessen „Unbegehbarkeit“ für

⁹⁴ Schneider (1985), S. V (Vorwort). Für die Grundzüge des Ansatzes vgl. – mit ergiebigen Verweisen auf die genannten Vorarbeiten – ferner ebda., S. 5 – 12, sowie ansatzweise auch bereits Schneider (1981), S. 22. Für ausführliche Überblicke aus heutiger Sicht vgl. ergänzend Schneider (2002b), Reckenfelderbäumer (2002) sowie einführend Paul/Horsch (2005).

⁹⁵ Vgl. Schneider (1997b), S. 42 – 46.

⁹⁶ Die Rolle des Wissens ist insbesondere durch VON HAYEK herausgearbeitet worden, vgl. stellvertretend von Hayek (1937) sowie von Hayek (1974/1989).

⁹⁷ Vgl. Schneider (1995), S. 31 (m.w.N.). Vgl. auch bereits Schneider (1981), S. 22, Fußnote 15.

⁹⁸ Schneider (1995), S. 105.

⁹⁹ Maßgeblich zur Bedeutung der Findigkeit vgl. Kirzner (1978), passim, hier S. 29f. Vgl. einführend auch Kaas (1990), S. 540.

sich als Individuum entdeckt hat, kann mit Blick auf das eigene Einkommen – also aus insoweit egoistischen Motiven – eine Institution Unternehmung *begründen*. Im Zuge dessen nimmt er anderen Individuen – z.B. seinen neuen Angestellten – ihre Einkommensunsicherheiten ab (erste Unternehmerfunktion)¹⁰⁰, was aus seiner Sicht indes nicht Ziel und Motivation, sondern Nebeneffekt seines Handelns darstellt¹⁰¹. Auf diesem Wege wäre dann auch die Entstehung von Intermediärsunternehmungen erklärbar: Individuen, die bei sich selbst sowie durch Beobachtung anderer feststellen, dass direkte Kontrakte zwischen Marktteilnehmern nicht zustande kommen, begründen daraufhin eine Unternehmung, die ihnen Einkommen generieren soll. Dies soll die Unternehmung leisten, indem sie als ein Zwischenhändler agiert, dessen Eignung zur Ermöglichung der Kontraktherstellung bislang unerkannt und damit auch ungenutzt geblieben war.

Diese Einkommenserzielung des Institutionenbegründers hängt im Weiteren maßgeblich davon ab, ob es mit Hilfe dieser Unternehmung gelingt, *Arbitragegelegenheiten* ausfindig zu machen und zu nutzen. Die Erzielung von Arbitragegewinnen (zweite Unternehmerfunktion) sichert die Fortexistenz der Unternehmung im Wettstreit mit rivalisierenden Marktteilnehmern und Institutionen sowie gegenüber den Instanzen, die die Rahmenbedingungen des Markthandelns festsetzen (nach außen gerichtete Erhaltung der Institution)¹⁰². Für den Begründer einer Intermediärsunternehmung bedeutet dies, dass er aus Intermediärsleistungen Einzahlungen erzielen können muss, die seine Auszahlungen – etwa an die besagten Arbeitnehmer – übersteigen. Als Quellen dieser Einzahlungen kommen für ihn dabei insbesondere die Parteien in Frage, denen der Intermediär einen liquiditätsbezogenen Kontrakt erleichtert oder gar erst ermöglicht.

Im Falle eines Informationsintermediärs verkompliziert sich die Betrachtung zum einen dadurch, dass die Institution nicht nur gegründet und erhalten wird durch Findigkeit und Vorsprungswissen eines Unternehmers, sondern dass sich diese Wissensvorteile auf eine unternehmerische Gelegenheit beziehen, die ihrerseits gerade darin besteht, *anderweitige Wissensnachteile anderer* zu reduzieren, was diese wiederum in eine Reduzierung ihrer eigenen Einkommensunsicherheiten ummünzen können. Zum anderen zehrt das Streben des Intermediärs nach (Arbitrage-)Gewinnen die intermediationsbedingten Vorteile (teilweise) wieder auf, schwächt insoweit die zuvor über Transaktionskosten hergeleitete Existenzbedingung¹⁰³.

So wie die Begründung einer Institution nur dann sinnvoll ist, wenn sie durch Finden und Ausnutzung von Arbitragegelegenheiten als mehr als eine reine Hülse erhalten

¹⁰⁰ Vgl. Schneider (1995), S. 30 – 36, Schneider (1997b), S. 47f.

¹⁰¹ Im Regelfall zweiseitig verpflichtender Verträge kommt es hierbei zu einer *gegenseitigen* Reduzierung von Einkommensunsicherheiten, vgl. ausführlich Reckenfelderbäumer (2001), S. 186 – 188; einfürend auch Freiling/Reckenfelderbäumer (2004), S. 58f.

¹⁰² Vgl. Schneider (1995), S. 36 – 39, der sich nicht zuletzt bezieht auf Kirzner (1978), S. 24 – 70.

¹⁰³ Vgl. zu dieser Problematik einer „costly intermediation“ im Versicherungskontext Skogh (2000), S. 522; einfürend auch Horsch (2005b), S. 84.

wird, hängt dieses Arbitragieren davon ab, dass es dem Unternehmer nach seiner auf die Nutzung von Arbitragemöglichkeiten hin gerichteten Institutionenbegründung auch gelingt, in sinnvoller Weise *Änderungen durchzusetzen*, insoweit also *innovativ*¹⁰⁴ zu sein. In Abgrenzung von den beiden zuvor genannten Unternehmerfunktionen bezieht sich diese dritte auf das Durchsetzen von Änderungen in Organisationen mit dem Zweck, die Institution *nach innen hin zu erhalten*, da sowohl der Institutionenbegründung als auch dem Arbitragieren bereits ein innovatives Element innewohnt¹⁰⁵. Diese Durchsetzung von Änderungen bezieht sich dann insbesondere darauf, die Aufbau- und Ablaufstrukturen der Institution Unternehmung in zielführender Weise zu gestalten, um ihr permanent die Fähigkeit zu verleihen, in der Konkurrenz mit Rivalen sowie gegenüber Rahmensetzern bestehen zu können. Hierunter fiele die Einrichtung neuer Stabsstellen zur Umsetzung gesetzlicher Mindestanforderungen ebenso wie die Neueinrichtung eines Vertriebsweges, um veränderten Nachfragerpräferenzen gerecht zu werden.

Die „Trias“ dieser Unternehmerfunktionen wird bereits durch die Querschnittscharakter besitzenden Innovationen miteinander verknüpft, lässt sich aber auch unabhängig davon in eine hierarchische Anordnung bringen¹⁰⁶: Grundlegend bzw. den beiden anderen Funktionen übergeordnet ist die Übernahme von Einkommensunsicherheiten, mit der die Entstehung und Fortexistenz von Institutionen in Form von Unternehmungen im Allgemeinen und Intermediärsunternehmungen im Besonderen erklärt werden kann: Sie ist deswegen vorgelagerte *conditio sine qua non*, weil ohne die (Be-)Gründung einer Institution jegliche institutionen-erhaltende Aktivität ohne Bezugsobjekt wäre. Die in Ausübung der Einkommensfunktion entstandene Institution Unternehmung ist durch Ausübung der zweiten in ihrem Fortbestand zu sichern, indem Arbitrage- bzw. Spekulationsgewinne durch Markthandlungen erzielt werden – bei einer Intermediärsunternehmung also durch Ausnutzen der spezifischen Transaktionskostenvorteile. Die dritte Unternehmerfunktion des koordinierten Durchsetzens von Veränderungen innerhalb einer Unternehmung schließlich knüpft nicht nur an die Existenz der Institution selbst, sondern auch an die Planung dieser (Arbitrage-)Gewinne an, weil das nach innen gerichtete Streben nach Erhalt der Unternehmung dieser Gewinnerzielung gerade dienlich sein soll; es ist kein Selbstzweck. Indem ihre nach innen gerichtete Erhaltung sich zielführend an den Planungen zur Erhaltung der Unternehmung nach außen orientiert, ist die Koordinations- der Arbitragefunktion nachgeordnet. Diese unbedingt zu beachtenden Zusammenhänge der drei Unternehmerfunktionen¹⁰⁷ bringt auch die nachfolgende Abbildung noch einmal abschließend zum Ausdruck:

¹⁰⁴ Vgl. einführend zu Begriff und Arten der Innovation (nach JOSEPH SCHUMPETER) stellvertretend v. d. Schulenburg (1988), S. 144; Schneider (1997b), S. 432; Paul (2005), S. 167.

¹⁰⁵ Vgl. Schneider (1997b), S. 50f.

¹⁰⁶ Vgl. zum Folgenden Paul/Horsch (2005), S. 152 – 154 (m.w.N.), Reckenfelderbäumer (2002), S. 234 – 237; beide zurückgehend auf Schneider (1995), S. 114 – 116.

¹⁰⁷ Vgl. dezidiert auch Freiling/Reckenfelderbäumer (2004), S. 60.

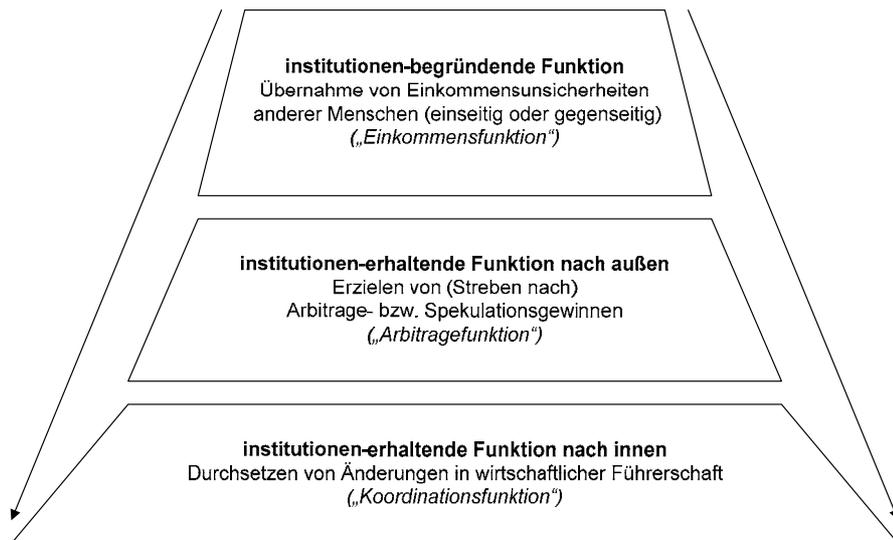


Abb. 4: Hierarchie der Unternehmerfunktionen¹⁰⁸

„Das Leitbild von den Unternehmerfunktionen stellt eine geschichtlich gewachsene, aber bislang vernachlässigte Sichtweise für eine Wirtschaftstheorie der Institutionen dar.“¹⁰⁹ Wenngleich die Adaption der Lehre von den Unternehmerfunktionen für Untersuchungszwecke, die von unternehmensextern-staatlicher Beaufsichtigung¹¹⁰ bis hin zu unternehmensinternen Dienstleistungen¹¹¹ reichen, diese Vernachlässigung durch findige Entdeckung von Nutzungsmöglichkeiten der Lehre inzwischen gemildert hat, ist das Potential zur Erweiterung ihres Anwendungsbereichs bei weitem nicht ausgeschöpft.

Auch im vorliegenden Kontext wird erst mit Hilfe der Lehre von den Unternehmerfunktionen erklärbar, welche treibende Kraft dazu führt, dass Transaktionskostenvorteile bzw. Informationsasymmetrien *wahrgenommen* und mit Hilfe einer institutionalisierten Unternehmung (anstelle eines individualistischen Vorgehens von Marktteilnehmern) *nutzbar gemacht* werden. Diese Lehre führt insoweit die vorangestellten Zweige der Neuen Institutionenökonomik weiter, mit deren Hilfe zuvor die Existenz von „problematischen“ bzw. „ökonomisch nutzbaren“ Transaktionskosten und Informationsasymmetrien aufgezeigt und problematisiert werden konnte.

2.3. Marktleistungen von Versicherungs- und Informationsintermediären

Bis hierher sind Erklärungsansätze für den *raison d'être* von Versicherungs- wie auch Informationsintermediären dargelegt worden. Wenngleich hierbei auch bereits in den

¹⁰⁸ Quelle: Reckenfelderbäumer (2002), S. 235.

¹⁰⁹ Schneider (1985), S. 52 (im Original hervorgehoben).

¹¹⁰ Vgl. Paul (1999), hier S. 10, 58f. zum Untersuchungskonzept.

¹¹¹ Vgl. Reckenfelderbäumer (2001), hier S. 16f. zum Untersuchungskonzept.

Grundzügen beschrieben wurde, welcher Art ihre Tätigkeit in diesem Zusammenhang sein muss, nämlich die transaktionskostengünstige Bewältigung von Friktionen und Informationsasymmetrien¹¹², sind ihre Marktleistungen damit nur in den Umrissen deutlich geworden. Um aber die spezifischen Chancen und Risiken von Ratings auf Versicherungsmärkten beleuchten zu können, ist eine genauere Beleuchtung der von beiden Intermediärstypen offerierten Marktleistungen erforderlich. Zu diesem Zweck werden zunächst Teildimensionen aufgezeigt, die vor allem geeignet sind, die Marktleistung hinsichtlich der Rolle des Anbieters genauer zu charakterisieren. Daran anschließend wird eine Unterscheidung von Marktleistungen aus Nachfragerperspektive danach vorgenommen, inwieweit er qualitätsrelevantes Wissen hierüber erwerben kann.

2.3.1. Dimensionen der Marktleistung von Versicherungs- und Informationsintermediären

Die Frage, ob und wie die Gesamtheit von Absatzobjekten, die auf Märkten gehandelt wird, sich sinnvoll anknüpfend an der Zweiteilung in Sach- und Dienstleistungen ordnen lässt, muss als nicht abschließend beantwortet gelten¹¹³, kann aber im Rahmen dieser Arbeit in den Hintergrund treten. Wichtiger gegenüber ihrer Einordnung im Sinne traditioneller oder moderner Klassifizierungen ist an dieser Stelle ihre Aufteilung in Teildimensionen, da diese nicht nur geeignet sind, die

- *Besonderheiten* der Versicherungs- und Informationsintermediation sowie ihrer Kombination auf Märkten, sondern später auch die
- *Regulierung* dieser Intermediäre

systematisch zu bearbeiten.

Hierfür wird zurückgegriffen auf die Teildimensionen der Potential-, Prozess- sowie Ergebnisdimension¹¹⁴.

- Die *Potentialdimension* enthält die gesamte Ausstattung des Anbieters im Sinne der Potential- und Verbrauchsfaktoren¹¹⁵, die sein Wissen, Wollen und Können hinsichtlich seiner Marktleistung ausmachen, ihm also die Leistungserstellung er-

¹¹² Vgl. aktuell auch Mishkin/Eakins (2006), S. 26 – 28.

¹¹³ Vgl. als Plädoyer für die Aufhebung dieser Zweiteilung zugunsten der Abstellung auf „Leistungsbindel als Absatzobjekte“ Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer (1993), passim, hier S. 415 – 417; sowie nicht nur gegenüber diesen kritisch Schneider (1997b), hier S. 324 – 327.

¹¹⁴ Die folgenden Ausführungen orientieren sich in ihrer Struktur an Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer (1993), S. 398 – 404; vgl. zudem Schmitz (1996), S. 36 – 41. Vgl. aber bereits auch im Kontext vom „Unternehmensmodell zur Erklärung des Versicherungsprozesses“ Eisen/Müller/Zweifel (1990), S. 25 – 27.

¹¹⁵ So auch Freiling/Reckenfelderbäumer (2004), S. 19: „die verfügbaren Mittel einer Unternehmung“. Vgl. demgegenüber weniger dezidiert Lanfermann (1998), S. 87.

möglichen. Hierzu gehören zuvorderst die beim Anbieter angestellten, seine Marktleistung erstellenden Menschen, genauer: das bei ihnen liegende – durch Aus- und Weiterbildung, Erfahrungssammlung sowie eigenständige Generierung entstandene – Wissen. Das darauf basierende Wollen und Können der Angestellten wird indes nicht nur durch fachliche Erfahrung und Kompetenz bestimmt, vielmehr kommen methodische und soziale Kompetenzen hinzu. Hierunter fallen Eigenschaften wie Einsatzbereitschaft, Fairness, Flexibilität, Aufgeschlossenheit und sonstige Aspekte einer „Kundenfreundlichkeit“. Die so gekennzeichneten Humanressourcen werden ergänzt von vorgehaltenen Beständen an Informationen, (Verfahrens-)Know-how, Auswertungstools sowie genereller (edv-)technischer und sonstiger Infrastruktur, welche die Fähigkeit und Bereitschaft des Anbieters zur Leistungserstellung bestimmen. Aufgrund der Immaterialität von Diensten spielt die Potentialgestaltung – und in ihrem Rahmen wiederum der menschliche Faktor – für einen Dienstleister eine noch größere Rolle als für Anbieter von Sachen¹¹⁶.

Für eine Rating-Unternehmung als Intermediär in Informationen stellen Humanressourcen folglich ein zentrales Asset dar¹¹⁷. Neben tatsächlichen Informationsbeständen (die z.B. in Gestalt von Datenbanken vorgehalten werden) ist hierbei insbesondere die Gesamtheit der Quellen und Kanäle bedeutsam, die im Bedarfsfall für die Beschaffung *zusätzlicher* Informationen nutzbar gemacht werden können. Das hierin verkörperte „intangible asset“ beinhaltet dabei allgemein zugängliche, vor allem aber darüber hinausgehende, dem Intermediär für exklusive Erhebungen zur Verfügung stehende Informationsquellen, die insbesondere aus persönlichen Beziehungen zu Trägern von potentiell entscheidungsrelevantem Wissen bestehen¹¹⁸. Hinzu treten schließlich technische Verarbeitungskapazitäten für bekannte wie neue Datenmengen. Zentral bleibt aber stets die Bedeutung von Wissen, Wollen und Können der Beschäftigten, deren Aufgabe gerade darin besteht, Informationsbestände und zusätzlichen -input zu generieren, zu analysieren und letztlich in einem Rating-Urteil zu kondensieren.

Die vorstehenden Ausführungen gelten im Hinblick auf Human- und Informationsressourcen analog auch für Versicherungsintermediäre. Je nach Versicherungssparte kann im Vergleich zum Informationsintermediär die Bedeutung der sonstigen Infrastruktur ebenfalls beachtlich sein, etwa die eines vorgehaltenen Sortiments an Vertriebswegen von einem Netz stationärer Zweigstellen bis hin zu Ein-

¹¹⁶ Vgl. Becker (2002), S. 710.

¹¹⁷ Die Abhängigkeit von Humanressourcen, die aus der Natur des Geschäfts heraus nur schlecht gegen Abwanderung zu schützen sind, repräsentiert eine wesentliche Limitierung der Marktmacht der nachfolgend vertieft behandelten Informationsintermediäre, vgl. Smith/Walter (2002), S. 305.

¹¹⁸ Vgl. ausführlich Michaelsen (2001), S. 40 – 48. Für eine systematische Unterscheidung persönlicher und unpersönlicher Kommunikationsformen im Rahmen der Bankintermediation vgl. einführend Süchting/Paul (1998), S. 713 – 720.

richtungen der e-insurance¹¹⁹. Da sie als Finanzintermediär indes eine Marktleistung anbieten, die wesentlich durch Zahlungsstrombewegungen (zur Reduzierung von bestimmten Einkommensunsicherheiten) geprägt ist, zählen zu entscheidenden Komponenten ihrer Bereitstellungsleistung zudem die Ausstattungsmerkmale, welche die dauerhafte Solvabilität und Zahlungsfähigkeit von Versicherungsintermediären determinieren: Liquiditäts- und Kapitalausstattung.¹²⁰

- Die *Prozessdimension* wird gebildet von den Abläufen im Rahmen der tatsächlichen Erstellung der Marktleistung. Ziel dieser „Aktivierung“ der zuvor beschriebenen Potentiale¹²¹ ist es, das abschließende Leistungsergebnis hervorzubringen. Im Rahmen der Aktivitäten des Leistungserstellungsprozesses werden die Komponenten der vorgenannten Bereitstellungsleistung in mehr oder weniger ausgeprägtem Maße mit *externen Faktoren* – Produktionsfaktoren, die von außen und nur zeitweise in den Verfügungsbereich des Leistungserstellers gelangen – kombiniert; eine zentrale Rolle im Kontext der externen Faktoren kommt hierbei stets Informationen zu¹²². Ihre Bedeutung ist umso größer für Leistungserstellungsprozesse von Informationsintermediären, die – mit Rückgriff auf ihre Potentiale – auf der Prozessebene Informations-Input in Informations-Output transformieren.

Beim Anbieter der Marktleistung „Rating-Urteil“ reicht die Prozessdimension von der ersten Kontaktaufnahme mit dem Initiator¹²³ bis zur letztlichen Entscheidung über die Verwendung des ermittelten Rating-Urteils. Zwischen Anfangs- und Endpunkt liegt dabei eine Vielzahl von Teilprozessen, zu denen u.a. die Vertragsverhandlungen, die Gestaltung des Informationsflusses vom Auftraggeber an das Rating-Unternehmen, die ratingbezogenen Zusammentreffen von Vertretern der Kontraktpartner sowie die Informationsverarbeitungsprozesse beim Rating-Unternehmen selbst zählen. Ist mehr als eine einmalige Beurteilung vereinbart, wiederholen sich zudem zahlreiche der Teilprozesse im Zeitablauf.

Im Falle des Versicherungsintermediärs werden spätestens an dieser Stelle die Unterschiede verschiedener Ansätze zur Erklärung der „Versicherungsproduktion“ deutlich. Unabhängig davon aber, ob die Leistungen von Versicherungsintermediären als zeitraumbezogene – und insoweit kontinuierlich erstellte – Schutzversprechen oder aber als einmalig erstellte und gelieferte Information (über den Risiko-

¹¹⁹ Zur Nutzbarmachung des Internet für die Assekuranz vgl. einführend Baur (2005), bes. S. 58 – 60.

¹²⁰ Vgl. zur Betonung von Human- und Kapitalressourcen auch Rogerson (1983), S. 510.

¹²¹ Vgl. Freiling/Reckenfelderbäumer (2004), S. 19.

¹²² Vgl. Engelhardt/Kleinaltenkamp/Reckenfelderbäumer (1993), S. 402; zur Einordnung des externen Faktors vgl. darüber hinaus Engelhardt (1989), bes. S. 280.

¹²³ In der Regel werden Rating-Unternehmen von anderen Akteuren mit der Leistungserstellung beauftragt, vgl. sowohl hierzu als auch zum Ausnahmefall der „unsolicited ratings“ ausführlich Kapitel 5.3.

transfer) betrachtet werden¹²⁴, gilt: Der Versicherungsintermediär hält ein Leistungserstellungspotential vor, das er auf entsprechende Nachfrage hin für einen davon zu unterscheidenden Leistungserstellungsprozess aktiviert. In diesem sind analog zum Informationsintermediär die internen Abläufe zum Zwecke von Anbahnung (z.B. Orientierungsgespräch), Verhandlung (z.B. Datensammlung über Fragebögen, Risikoprüfung), Abschluss (z.B. Ausstellen/Übersenden der Police) sowie Durchführung (z.B. Handhabung des Zahlungsverkehrs, Anlage erhaltener Mittel, Schadenregulierung) des Versicherungsvertrages unter Einbeziehung des Nachfragers sowie seiner Informationen enthalten.

Bereits diese vereinfachte Darstellung der Prozessabläufe macht die Bedeutung des so genannten *externen Faktors* deutlich, da die Qualität der von beiden Intermediärstypen erstellten Marktleistung in hohem Maße von (informationsbezogenen) Beiträgen des Kontraktpartners abhängt¹²⁵. Eine entscheidende Rolle spielt in beiden Fällen die Vollständigkeit und Richtigkeit der an den Intermediär überlassenen Informationen¹²⁶: Für ein (nicht nur zufällig) zutreffendes Urteil ist die Zuführung vollständiger und richtiger Informationen an den beauftragten Experten *notwendig*. Die Qualität der überlassenen Informationen wird allerdings durch das entsprechende Wissen, Wollen und Können des Informierenden begrenzt. Von Unkenntnis und Unfähigkeit über Fahrlässigkeit bis hin zum Vorsatz reichen hier die möglichen Ursachen für eine schlechte Informationszulieferung¹²⁷. Und auch dann, wenn sie optimal ausfällt, ist das für ein zutreffendes Urteil noch nicht hinreichend, da auf das Leistungsergebnis nun die auf Intermediärsseite liegenden Potentiale und Prozesse ausstrahlen. Dies gilt für die zu publizierende Beurteilung der Kapitaldienstfähigkeit einer Unternehmung ebenso wie für die nicht zu publizierende Einschätzung des Schadenrisikos, das ein Krankenversicherter aus Sicht eines Krankenversicherers verkörpert.

- Im Normalfall münden vorgenannte Prozesse, in deren Rahmen das verfügbare Potential eingesetzt wird, in das zielführend gestaltete *Leistungsergebnis*, das für

¹²⁴ Das – auf der Produktionstheorie von ERICH GUTENBERG aufsetzende – Versichertenschutzkonzept ist vor allem von DIETER FARNY ausgearbeitet worden, vgl. stellvertretend Farny (2000), bes. S. 7f., 529 – 600. Als jüngerer „Gegenentwurf“ gilt das „Informationskonzept“, das federführend WOLFGANG MÜLLER auf informationsökonomischen Grundlagen entwickelt hat, vgl. stellvertretend Müller, W. (1981) sowie den – posthum veröffentlichten und insoweit letzten – Stand bei Müller, W. (1994), hier bes. S. 363f., 374 – 376. Für Gegenüberstellungen der Konzepte vgl. ergänzend einerseits – eher FARNY zugewandt – Corsten (1994), bes. S. 77 – 83; sowie andererseits – eher im Sinne W. MÜLLERS – Zweifel/Eisen (2003), passim, hier bes. S. 1 – 4, 185 – 187.

¹²⁵ Vgl. ausführlich und m.w.N. zu diesem Begriff Kleinaltenkamp/Haase (1999), S. 168 – 170; im Versicherungskontext bes. Farny (2000), S. 555 – 557; ferner Sönnichsen (1992), S. 298f.; und mit Bezug darauf Lanfermann (1998), S. 87f.

¹²⁶ Vgl. mit Blick auf Versicherungsunternehmen Corsten (1994), S. 73.

¹²⁷ Vgl. einführend Fließ (2004), S. 34 (m.w.N.).

den Nutzenzuwachs des Nachfragers maßgeblich ist. Hierbei lassen sich *sofort* wahrnehmbare und *verzögert* auftretende Ergebniskomponenten unterscheiden¹²⁸.

Letztgenannte Unterscheidung lässt sich am Beispiel des Informationsintermediärs wie folgt vornehmen: *Unmittelbares* Leistungsergebnis wäre zunächst das vom Experten gewonnene Rating-Urteil, unabhängig davon, ob es veröffentlicht wird oder nicht: In beiden Fällen können hieraus derivative Folgewirkungen entstehen, die die generelle Reputation des Auftraggebers, insbesondere aber sein spezielles Standing auf den Kapitalmärkten betreffen und sich damit auf seine Kapitalkosten auswirken.¹²⁹

Im Falle des Versicherungsintermediärs besteht das unmittelbare Ergebnis zunächst in dem vom Informationskonzept hervorgehobenen Informationstransfer, also der „spezifischen Zustandsgarantie für das Vermögen des Versicherten“¹³⁰ bzw. der daraus resultierend einsetzenden Reduzierung seiner Einkommensunsicherheiten. Darauf, dass dieses sofort wahrnehmbare Versprechen werthaltig ist, kann der Versicherte zunächst nur *vertrauen*, möglicherweise ohne je einen Beweis dafür zu erhalten, ob dieses Vertrauen gerechtfertigt war. Tritt hingegen in der Zukunft der Ablauf- oder Versicherungsfall ein, zeigt sich verzögert auch ein langfristiges Leistungsergebnis in Form der tatsächlich erbrachten, liquiditätsmäßig messbaren Versicherungsleistung. Diese denkbare, möglicherweise aber auch nie eintretende „Einlösung eines zeitraumbezogenen Schutzversprechens“ steht wiederum eher in der Tradition des Versicherungsschutzkonzepts.

Bereitstellungsleistung, Leistungserstellungsprozess und Leistungsergebnis beschreiben vornehmlich die Zustände und Abläufe beim Intermediär bis hin zum Zeitpunkt der „Fertigstellung“. Mehr noch als bei Marktleistungen in Form stofflicher Sachen strahlen bei nicht stofflichen Marktleistungen in Form von Diensten alle drei Teildimensionen auf die vom Nachfrager wahrgenommene Qualität der Marktleistung¹³¹ aus. Die Gesamtheit der qualitätsrelevanten Merkmale, die sich in den drei Teildimensionen findet, ist dabei für den Nachfrager in höchst unterschiedlichem Maße zu beobachten, zu differenzieren und zu bewerten. Zur Veranschaulichung dieser Unterschiede hat sich eine weitere Dreiteilung herausgebildet. Diese ist Gegenstand des nachfolgenden Kapitels. In dessen Rahmen wird anknüpfend an den qualitätsrelevanten Teildimensionen auf die hieraus entstehenden Eigenschaften von Marktleistungen abgestellt.

¹²⁸ Vgl. Schmitz (1996), S. 38 (m.w.N.).

¹²⁹ Vgl. für einen umfassenden Überblick sowie weitere Nachweise Everling (1991), S. 256 – 279.

¹³⁰ Müller, W. (1994), S. 364; vgl. auch Eisen/Müller/Zweifel (1990), S. 27.

¹³¹ Für die Bewertung der Qualität einer Dienstleistung ist nach h.M. die Perspektive des Nachfragers maßgeblich, vgl. Fließ (2004), S. 34 (m.w.N.).

2.3.2. Leistungseigenschaften

2.3.2.1. Such-, Erfahrungs- und Vertrauensgüter im allgemeinen Fall

Für eine Behandlung von Ratings auf Versicherungsmärkten ist die Tatsache, dass die Qualität der Marktleistung eines Versicherungs- wie auch die eines Informationsintermediärs durch drei Teildimensionen bestimmt ist, schon deswegen von Bedeutung, weil sich hieran anknüpfend später das *Wie* einer Regulierung dieser Märkte systematisieren lassen wird. *Ob* diese Regulierung staatlicherseits erfolgen sollte, hängt indes von der Antwort auf eine Reihe von Grundsatzfragen ab, deren grundsätzlichsste ist, inwieweit stattdessen auf eine „marktliche“ Regulierung vertraut werden könnte. Für die insoweit abzuwägenden Regulierungsalternativen gilt im Grundsatz: „The choice among these alternatives in any given case depends on the degree of difficulty consumers have in making the choice unaided, and on the consequences of errors of judgment.“¹³² Damit die Wirtschaftsteilnehmer, die auf „dem Markt“ agieren und ihn ausmachen, auf Basis ihres Wissens, Wollens und Könnens, diese Aufgabe übernehmen können, aber auch damit der Preismechanismus seine gewünschte Wirkung entfalten kann, das Wissen der Beteiligten zum Vertragsgegenstand zu reflektieren und Handlungsanreize auszulösen¹³³, muss das Marktgeschehen, müssen insbesondere die Marktleistungen beurteilbar sein. Um die Qualität einer Marktleistung in der Gesamtsicht zu bewerten, müsste ein Marktteilnehmer Wissen über ihre prägenden Eigenschaften erhalten. Das *Ob und das Wie dieser Erhältlichkeit von Wissen über qualitätsrelevante Eigenschaften* sind insoweit entscheidend, wobei sie aus Sicht des Nachfragers für unterschiedliche Eigenschaften ausgesprochen unterschiedlich ausfallen können.

Zur Verdeutlichung einer solchen Unterscheidung von Gütern nach der hierauf bezogenen „Wissenserhältlichkeit“ wird in der Regel vereinfachend von Such-, Erfahrungs- und Vertrauensgütern gesprochen¹³⁴. Da solche „Reinformen“ indes die Ausnahme sind, wäre präziser eine Differenzierung nach Gütern anhand des überwiegenden Anteils von

- Sucheigenschaften,
- Erfahrungseigenschaften oder
- Vertrauenseigenschaften:

¹³² Arrow (1963), S. 967.

¹³³ Vgl. zu diesem auf VON HAYEK zurückgehenden Verständnis des Preises Kirzner (1988), S. 24 – 47, bes. S. 33f.; einführend auch Paul/Horsch (2005), S. 139f.

¹³⁴ Die Unterscheidung in Such- und Erfahrungsgüter geht nach h.M. zurück auf PHILIP NELSON, vgl. dazu Nelson (1970), passim, einführend S. 312, sowie S. 319 für Beispiele zur Unterscheidung beider Kategorien; zur Erweiterung des Spektrums um Vertrauensgüter vgl. Darby/Karni (1973), einführend S. 68f. Vgl. zu Erfahrungs- und Vertrauensproblemen im Rahmen von Fragen der medizinischen Versorgung grundlegend bereits Arrow (1963), passim, bes. S. 949, 951, 965f. Vgl. im Überblick auch v. d. Schulenburg (1993), S. 521f.

„search qualities which are known before purchase, experience qualities which are known costlessly only after purchase, and credence qualities which are expensive to judge even after purchase“¹³⁵.

Sucheigenschaften lassen sich seitens des Nachfragers noch vor dem Vertragsabschluss ausfindig machen und beurteilen. Durch eine solche ex ante stattfindende Prüfung feststellbarer Eigenschaften eines Leistungsergebnisses in Form einer Sache sind demnach etwa deren Farbe und Formgebung, in der Gesamtsicht also das *Design*¹³⁶. Bei den Sucheigenschaften der weitgehend immateriellen Marktleistung eines Dienstleisters wären hingegen vornehmlich auf die ex ante noch am besten beobachtbare Potentialdimension abzustellen. Um noch stärker zu betonen, dass zur Eigenschaftsfeststellung eine zielgerichtete Besichtigung und Evaluation stattfindet, kann daher auch von *Inspektionsgütern* gesprochen werden¹³⁷.

So kann ein potentieller Dienstleistungsnachfrager noch vor der allerersten Kontaktaufnahme die Zahl und Ausstattung von Vertriebsstellen eines Anbieters in seiner Umgebung begutachten. Nach Beginn konkreter Verhandlungen erlangt er weiteres Wissen über die vom Versicherer vorgehaltenen Personal- und auch Technikressourcen, darüber hinaus aber auch über Teile der nächsten Dimension, also qualitätsrelevante Prozessabläufe. Auch dieser Wissenszugang vollzieht sich noch vor dem etwaigen Vertragsabschluss – denn möglicherweise kommt es auch gerade deswegen zu keinem Kontrakt, weil dem Nachfrager Technik veraltet, Personal schlecht ausgebildet oder Prozesse zu langsam, zu ungenau oder anderweitig zu kundenunfreundlich erscheinen. Die Qualität des *Leistungsergebnisses* im konkreten Dienstleistungsvertrag ist hingegen für den Nachfrager ex ante aus der Natur der Sache heraus nicht beurteilbar.

Erfahrungseigenschaften heißen die Eigenschaften einer Marktleistung, die sich – zu meist nach Vertragsabschluss – über ihren Gebrauch oder Verbrauch durch den Nachfrager ermitteln lassen im Sinne eines „experimenting to obtain information about the good’s qualities“¹³⁸. Im Falle eines PKW etwa fielen hierunter die zunächst nur „angeblichen“ und nun getesteten technischen Eigenschaften des Kraftstoffverbrauchs und der Höchstgeschwindigkeit, aber auch die Haltbarkeit bzw. Reparaturanfälligkeit. Insbesondere können Kunden eines Dienstleistungsanbieters *unmittelbare* Erfahrungen sammeln in Bezug auf qualitätsrelevante Eigenschaften der Dienstleistung: Neben Eigenheiten der Potentialausstattung, die durch vorvertragliche Suche nicht feststellbar waren –

¹³⁵ Darby/Karni (1973), S. 69. Vgl. abstellend auf search *qualities* und experience *qualities* im Anschluss auch Nelson (1974), passim, einführend S. 730. Vgl. für eine kritische Betrachtung Schneider (1997b), S. 289f.

¹³⁶ Vgl. prägnant Kaas/Busch (1996), S. 244.

¹³⁷ Vgl. diesbezüglich – und entsprechend kritisch zur Begriffsbildung bei Nelson (1970) – bereits die Überlegungen bei Hirshleifer (1973), hier S. 37.

¹³⁸ Nelson (1970), S. 317, vgl. zudem ebda., S. 327: „determine the quality of brands by purchasing brands and then using them.“

wie z.B. Erreichbarkeit und Qualität der Hotline eines Anbieters – sowie der Prozessabläufe – z.B. die Flexibilität und Kulanz im Rahmen von Vertragsanpassungen – können hierunter insbesondere die Leistungsergebnisse – wie die unmittelbare Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit eines reparierten Elektroartikels – fallen. In der Folge gilt die Qualität von Dienstleistungen primär als Erfahrungseigenschaft¹³⁹, was gerade für den Fall von Versicherungsleistungen indes zu relativieren ist.

Vertrauenseigenschaften heißen Eigenschaften einer Marktleistung, die auch durch Gebrauchs-/Verbrauchsakte des Nachfragers für ihn unerkannt bleiben: „The 'optimal' quality and quantity cannot be discerned with certainty or reliability *even after* purchase. An element of 'belief' [...] is demanded of the consumer.“¹⁴⁰ Dieses Vertrauen auf erhoffte und/oder behauptete Leistungseigenschaften tritt dann an die Stelle einer ex ante (Inspektion/Suche) oder ex post (Erfahrung) erfolgenden Beobachtung: Der Informationssuchende „replaces direct observation by generalized belief“¹⁴¹. – Bei vertiefter Analyse lassen sich hierbei durchaus Abgrenzungsprobleme zu Erfahrungseigenschaften ausmachen, die mit der Einführung von „Zwischenformen“ für die drei Grundtypen von Eigenschaften bearbeitet werden können¹⁴². Vertrauenseigenschaften finden sich durchaus auch bei Sachen: Für einen PKW-Käufer etwa könnten versprochene Sicherheitsstandards, auf deren Einhaltung er vertraut, sogar kaufentscheidend sein – obwohl er es regelmäßig bevorzugen wird, keine entsprechenden Erfahrungswerte zu sammeln, selbst wenn sie erweisen sollten, dass sein ursprüngliches Vertrauen gerechtfertigt war.

Analog kann eine Dienstleistung Vertrauenseigenschaften hinsichtlich aller drei Dimensionen aufweisen: Unabhängig von entsprechenden Vereinbarungen kann der Kunde als Auftraggeber eines Reparaturauftrages auch nach Abholung der reparierten Sache in der Regel nicht sicher sagen, ob

- für die Reparatur vereinbarungsgemäß das *Leistungspotential* des Meisters und nicht des Lehrlings nutzbar gemacht wurde,
- im Rahmen des *Instandsetzungsprozesses* tatsächlich die neuesten Diagnoseverfahren und Qualitätskontrollen zum Einsatz kamen und
- die reparierte Sache im *Ergebnis* nunmehr dauerhaft verkehrssicher und funktionsfähig ist.

Zwar sammelt sich durch – im Beispiel sprichwörtliches – *Erfahren* im Zeitablauf zunehmendes Wissen in Bezug auf die aufgezeigten Fragestellungen an („Erfahrungsschatz“), auf dessen Basis sich zunehmend begründete *Annahmen* herausbilden können,

¹³⁹ Vgl. Shapiro (1982), S. 20; Kaas/Busch (1996), S. 244.

¹⁴⁰ Ekelund/Mixon/Ressler (1995), S. 37 (Hervorhebungen im Original); vgl. grundlegend Darby/Karni (1973), S. 68f.

¹⁴¹ Arrow (1963), S. 965.

¹⁴² Vgl. etwa zu „Quasi-“Erfahrungsgütern und „Quasi-“Vertrauensgütern Schade/Schott (1993), S. 18.

niemals hingegen eindeutige Gewissheit. Das verbleibende „Restrisiko“ und die resultierende „Vertrauensnotwendigkeit“ sind umso größer, je größer sein Unwissen, je weniger die betrachtete Marktleistung zum „Routinebereich“ eines Nachfragers¹⁴³ gehört. Anknüpfend an den Transaktionskosten-Kategorien von Williamson wird dieser Routinebereich umso eher verlassen, je seltener, spezifischer und unsicherer eine Transaktion aus Nachfragersicht ist¹⁴⁴. Die zuletzt genannte Unsicherheit kann dabei auch umschrieben werden, indem an der Vielzahl verhaltensunabhängiger (exogener) und verhaltensabhängiger Einflussfaktoren angeknüpft wird, deren Zusammenwirken unterschiedliche *Komplexität* von Marktleistungen verursacht¹⁴⁵. Je stärker diese Eigenschaften ausgeprägt sind, desto eher muss ein Nachfrager auf die Ermittlung von qualitätsrelevanten Eigenschaften durch Inspektion und Erfahrungssammlung verzichten und sich entsprechend stärker auf ein diesbezügliches Vertrauen in den Anbieter beschränken.

Aus der vorstehenden Unterscheidung ist bereits deutlich geworden, dass es nicht allein um *Reinformen* von Such-, Erfahrungs- oder Vertrauensgütern gehen kann, da Sachen oder Dienste regelmäßig Eigenschaften von zwei oder sogar allen drei Kategorien aufeinander vereinen¹⁴⁶. Vielmehr ist auf den Charakter der Eigenschaften abzustellen, die eine Marktleistung im konkreten Fall wesentlich prägen, welche der drei Eigenschaftskategorien also schwerpunktmäßig vertreten ist. Insofern lassen sich Sachen und Dienste weniger in trennscharfe Klassen von Such- (Inspektions-), Erfahrungs- und Vertrauensgütern ein- als vielmehr auf Skalen anordnen, die sie danach unterscheiden, welche Eigenschaftskategorie *überwiegt*. Dies zeigt idealtypisch die folgende Abbildung 5:

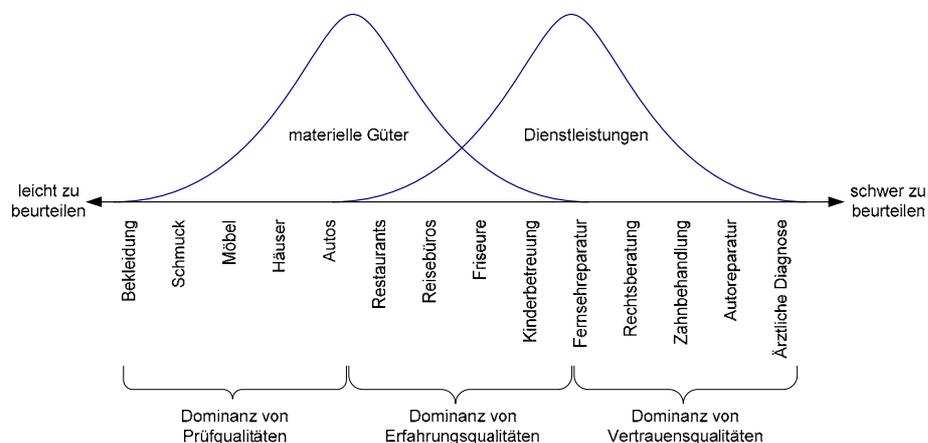


Abb. 5: Eigenschaftsorientierte Anordnung von Vertragsgegenständen¹⁴⁷

¹⁴³ Vgl. etwa Becker (2002), S. 710f.

¹⁴⁴ Vgl. dazu ausführlich Williamson (1985), S. 52 – 61 und prägnant S. 72: „the principal dimensions for describing transactions are asset specificity, uncertainty, and frequency“. Zur Rolle der Häufigkeit in diesem Kontext vgl. auch bereits Arrow (1968), S. 951 („number of trials“).

¹⁴⁵ Vgl. Freiling/Reckenfelderbäumer (2004), S. 39.

¹⁴⁶ Vgl. stellvertretend Schade/Schott (1993), S. 17f.; Ekelund/Mixon/Ressler (1995), S. 34; Kaas/Busch (1996), S. 243f.

¹⁴⁷ Quelle: Modifiziert nach Zeithaml (1991), S. 40; Fließ (2000), S. 269.

Inwieweit Leistungseigenschaften im Einzelfall durch Suche oder Erfahrung bekannt sein können oder aber auf Vertrauen beruhen müssen, hängt indes maßgeblich vom Nachfrager ab, aus dessen Perspektive sich die Qualität einer Dienstleistung bestimmt¹⁴⁸ und entsprechend auch eine Qualitätsunsicherheit bestehen kann und behoben werden soll. Insofern ist das Wissen, Wollen und Können der Nachfrager von Intermediärleistungen im weiteren Verlauf vorrangig zu würdigen. Neben persönliche können darüber hinaus zeitliche, regionale oder andere Differenzierungsnotwendigkeiten treten¹⁴⁹.

2.3.2.2. Eigenschaften der Marktleistungen von Versicherungsintermediären

Versicherungsleistungen könnten als Vertrauensgüter eingestuft werden, da der Versicherte darauf *vertrauen* muss, dass sein Versicherer die geschuldete Leistung im Versicherungs- oder Ablauffall erbringt. Die für die entsprechende Leistungsfähigkeit und Leistungswilligkeit maßgebliche Überlebensfähigkeit des Versicherungsintermediärs bildet daher die zentrale Leistungseigenschaft bzw. Teilqualität seiner Leistung¹⁵⁰. Tatsächlich ist schon hinsichtlich dieses Kernkriteriums von der betrachteten Sparte wie auch vom konkreten Versicherten abhängig, ob er primär auf Vertrauen angewiesen ist oder aber eigene Erfahrungen nutzen kann: So kann etwa in der Kfz-Haftpflichtsparte die Auseinandersetzung mit dem Versicherer im Zuge mehrerer Schadenfälle das anfänglich nötige Vertrauen durch zunehmende Erfahrungen um die Regulierungspraxis unterfüttern, in der sich Leistungsfähigkeit und Leistungswilligkeit¹⁵¹ ebenfalls niederschlagen. Hingegen gehört zu den Wesensmerkmalen der Lebensversicherung gerade das vertragslange Vertrauen des Versicherten auf das Wollen und Können des Versicherungsintermediärs, den Kontrakt zu erfüllen.¹⁵² Unabhängig davon, an welcher Stelle der Skala eine Sache oder ein Dienst, hier also die Leistung eines Versicherungsintermediärs, eingeordnet wird¹⁵³, existieren über die bereits gezeigten hinaus weitere Möglichkeiten, um den Wissensstand des Nachfragers über qualitätsrelevante Eigenschaften zu verbessern. Hierzu gehören einerseits zusätzliche nachfragerseitige Aktivitäten der Wissensermittlung, andererseits solche der anbieterseitigen Wissensvermittlung.

Erscheinen einem Versicherungsnachfrager die aufgezeigten Erfahrungs- und Vertrauensnotwendigkeiten als zu groß, so kann er zunächst versuchen, zum Abbau seiner entsprechenden Unsicherheit hinsichtlich eines konkreten Versicherungsverhältnisses (VV₀) das Wissen Dritter nutzbar zu machen. Eine erste Alternative bestünde dann dar-

¹⁴⁸ Vgl. Fließ (2004), S. 34; zu dieser *Wahrnehmung* auch Schlesinger/v. d. Schulenburg (1993), S. 594.

¹⁴⁹ Vgl. – anknüpfend an NELSON – einfürend bei Laband (1989), hier S. 18.

¹⁵⁰ Vgl. Vaughan/Vaughan (2003), S. 62: „In choosing a company, the major consideration should be its financial stability.”

¹⁵¹ Vgl. zu dieser Form des „trial and error“ Schade/Schott (1993), S. 18.

¹⁵² Vgl. Horsch (1998), S. 10 (m.w.N.); ausführlich auch v. d. Schulenburg (2005), S. 256, 260f., 332.

¹⁵³ Zu Versicherungsleistungen als Erfahrungsgut vgl. etwa v. d. Schulenburg/Wähling (1991), S. 288.

in, eine *Qualitätsabschätzung auf Basis von mittelbaren Erfahrungen* vorzunehmen, für die er Erfahrungen aus anderen Versicherungsverhältnissen (VV_1 bis VV_n) auf V_0 überträgt. Während solche Erfahrungswerte bezogen auf V_0 insofern sogar ex ante nutzbar sind, sind sie im Rahmen des jeweiligen Kontrakts VV_1 bis VV_n erst nach Vertragsabschluss gewonnen worden, haben seinerzeit also Erfahrungseigenschaften dargestellt. Um auf diese Weise zu entscheiden, ob im konkreten Fall V_0 Vertrauen angebracht ist, spielen für den Nachfrager zunächst *eigene* Erfahrungen aus der Vergangenheit eine vorrangige Rolle, denn „[...] *experience with the quality of product of a given seller provides a check on the possibility of trust.*“¹⁵⁴. Ein Abstellen auf solche Erfahrungswerte setzt allerdings ihre tatsächliche *Übertragbarkeit* voraus. Als Indiz hierfür dienen Ähnlichkeit und Zahl heranziehbarer Vergleichssachverhalte. Da der Analogieschluss über die Zeit stattfindet, hängt seine Zulässigkeit indes vorrangig von der tatsächlichen *Beibehaltung der Leistungsqualität über die Zeit* ab. Tatsächlich aber lassen sich durchaus Anreize für Anbieter modellieren, im Zeitablauf schwankende Qualitäten anzubieten, um Vorteile aus der Diskrepanz zwischen erwarteter Qualität (und darauf basierender Zahlungsbereitschaft) und tatsächlicher Qualität zu ziehen¹⁵⁵. Analog umgekehrt bestehen Erfolgspotentiale aus einer Strategie der Qualitätsstabilität und einer darauf ruhenden *Reputation*, also einer qualitätsbezogenen Glaubwürdigkeit, auf die daher untenstehend im Rahmen der Informationsvermittlung durch den Besserinformierten näher eingegangen wird.

An dieser Stelle ist zunächst darauf hinzuweisen, dass die Übertragbarkeit noch aus einem weiteren Grund gefährdet ist, wenn auf Vergleichsverträge abgestellt wird, die von *anderen* Versicherten abgeschlossen worden sind. Hier werden also Kontrakte und darauf beruhende Erfahrungswerte Dritter herangezogen, die bereit sind, dem Versicherungsnachfrager Informationen zu überlassen (welche der für verlässlich hält und auch erhalten möchte). Grundsätzlich kann ein Nachfrager für die Beurteilung von Eigenschaften sämtlicher Kategorien bis hin zu Sucheigenschaften auf Ratschläge Dritter zurückgreifen. Je leichter ihm die eigenständige Informationserhebung fällt, desto weniger ist aber mit diesem Rückgriff zu rechnen¹⁵⁶. In ökonomischer Hinsicht sind hierfür die leichteren, da transaktionskostengünstigeren Möglichkeiten zur Beseitigung von Informationsasymmetrien verantwortlich. Umgekehrt: So wie die Transaktionskosten der Eigenschaftsmessung von Inspektions- über Erfahrungs- zu Vertrauenseigenschaften ansteigen¹⁵⁷, steigt parallel auch die Attraktivität von Alternativlösungen, wie sie z.B. die Nutzung der Erfahrungen Dritter bietet.

¹⁵⁴ Arrow (1963), S. 949, Note 14 (Hervorhebungen vom Verf.); vgl. einführend auch v. d. Schulenburg (2005), S. 148.

¹⁵⁵ Vgl. Shapiro (1982), hier S. 29 – 34.

¹⁵⁶ So ist die Neigung zur Befragung Dritter bei Sucheigenschaften besonders schwach ausgeprägt, vgl. dazu Nelson (1970), S. 321, 327; Nelson (1974), S. 747f.

¹⁵⁷ Vgl. grundlegend und m.w.N. zum Problem der Eigenschafts(be)messung North (1990), S. 29f.

Mit der Befragung Dritter ist das Problem der Informationsasymmetrie bzw. Vertrauensnotwendigkeit indes nicht beseitigt, sondern nur – nun auf den Dritten – verschoben. Dieses Glaubwürdigkeitsproblem ist besonders ausgeprägt dann, wenn der Informationssuchende auf Informationen privater Marktteilnehmer zurückgreifen will¹⁵⁸. Der nach Qualitätsbestimmung für V_0 suchende Versicherungsnachfrager setzt auf die Vertrauenswürdigkeit des herangezogenen Informationslieferanten. Da ihm dieser mit Informationen ebenfalls ein Gut überlässt, das naturgemäß im wesentlichen Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften aufweist, ist er diesbezüglich erneut auf Erfahrung und Vertrauen angewiesen. So ist zunächst zu erklären, dass zwar auch auf „Hörensagen“ vertraut werden kann, als Dritte hingegen Mitglieder der individuellen Kreise von *Vertrauten* („Family & Friends“) bevorzugt werden¹⁵⁹. Einher mit dieser auf der einen Seite (erhofften) Lösung des Vertrauensproblems geht auf der anderen Seite die bereits angesprochene Verschärfung des Übertragbarkeitsproblems: Fraglich ist, inwieweit ein Dritter aus seiner ganz persönlichen Erfahrungswelt heraus Aufschlüsse geben kann¹⁶⁰ (und will) über Versicherungsverhältnisse, die der Sphäre eines anderen Individuums zuzuordnen sind. Falls sich die auf solchen Wegen erhältlichen Informationen daher infolge unzureichenden Wissens, Wollens und Könnens des Dritten als nicht übertragbar erweisen, ließe sich das Informationsproblem so nicht lösen. Einen Ausweg böte dann die Verlagerung der Informationsgewinnung von Dritten auf „Experten“, die ihr Urteil aus möglichst fundierter und objektiver Perspektive heraus formulieren.

Als solche Spezialisten kämen Informationsintermediäre in Frage, deren Rat demnach vor allem zur Beurteilung von Gütern nachgefragt werden dürfte, die primär durch Erfahrungs- bzw. Vertrauenseigenschaften geprägt sind: Vor allem für Inspektionsgüter, aber auch noch für „frequently purchased experience goods, a consumer might purchase the goods without attached information, but carry out his own research instead. [...] For infrequently purchased experience goods and credence goods, a consumer might well find it cheaper to hire expertise in purchasing instead of investing his own time in the process“¹⁶¹. Erwartungsgemäß finden sich Informationsintermediäre seltener auf Märkten für einfache, einer Inspektion zugängliche Konsumgüter, zahlreich hingegen als Makler oder Vermittler¹⁶² auf Immobilien- und Versicherungsmärkten. Auf Letzteren

¹⁵⁸ Vgl. Shapiro (1982), S. 22.

¹⁵⁹ Vgl. stellvertretend Ekelund/Mixon/Ressler (1995), S. 37; für Versicherungsleistungen v. d. Schulenburg/Wähling (1991), S. 292; sowie aktuell am Beispiel von Nährwertangaben für Nahrungsmittel Ulbricht (2002), S. 5.

¹⁶⁰ Vor allem private Versicherungsnehmer sind zumeist nur eingeschränkt fähig, die von Versicherungsintermediären gebotene Leistungsqualität vollständig und genau zu beurteilen, vgl. auch Rogerson (1983), S. 508, 514; dieses Problem verschärft sich noch, wenn zur Beurteilung die Perspektive einer anderen Person eingenommen werden muss.

¹⁶¹ Darby/Karni (1973), S. 82.

¹⁶² Auch mit Blick auf nachfragerseitige Informationsasymmetrien ist die (Un-)Abhängigkeit solcher Intermediäre ein eigenständiger Problembereich, der hier nicht vertieft betrachtet werden kann; vgl. dazu ausführlich Bosselmann (1994), S. 164 – 240.

etablieren sich zudem Rating-Anbieter als Informationsanbieter¹⁶³. In jedem (Exper-ten-)Fall resultiert erneut keine Elimination, sondern eine Verschiebung der Vertrauensnotwendigkeit: Sie bezieht sich nicht länger nur auf den Versicherungs-, sondern nun (zudem) auf den Informationsintermediär. Dessen Marktleistung aber können noch weniger zum Routinebereich des Nachfragers gehören als die des Versicherungsintermediärs, so dass die ggf. ausgeräumte Problematik von Vertrauenseigenschaften der Versicherungsleistung abgelöst wird durch die analoge Problematik von Vertrauenseigenschaften der Leistung des Informationsintermediärs.

Informationsintermediäre leiten über zu Möglichkeiten des Anbieters, sich aktiv in den Prozess der Wissensveränderung beim Nachfrager einzuschalten: Eigenschaften sämtlicher Kategorien eigenständig oder mit Hilfe Dritter zu bewerten, muss schließlich nicht dem Nachfrager allein überlassen werden, vielmehr können die gesuchten Informationen auch vom Leistungsanbieter zum Gegenstand eigener Informationsangebote gemacht werden. Die Eigenschaften werden dann nicht allein – durch Inspektion oder Erfahrung – vom Nachfrager ermittelt (oder auf Vertrauensbasis unterstellt), sondern durch den Anbieter vermittelt. An die Stelle eines *screening* der Nachfrager treten damit Varianten des *signaling*.

Um die Qualitätseinschätzungen der Nachfrager zu beeinflussen, kann versucht werden, durch eine im Zeitablauf gleich bleibende Leistungsqualität eine entsprechende *Reputation* aufzubauen. Wenn Leistungsqualitäten *ex ante* schwerlich oder gar nicht feststellbar sind, kann eine qualitätsbezogene Reputation bzw. Glaubwürdigkeit entscheidend dafür sein, dass ein Kontrakt trotz des herrschenden Informationsgefälles bezüglich der künftigen Leistungsqualität zustande kommt. Ihr *Vertrauen* in einen Anbieter guter Reputation leiten die Nachfrager, aus einem Schluss von der Vergangenheit auf die Zukunft ab: „consumers may plausibly use the quality of products produced by the firm in the *past* as an indicator of present or future quality“¹⁶⁴. In der Beibehaltung der ursprünglichen Qualität, aber auch in den entgangenen Gewinnen aus einer Strategie wechselnder Qualitäten, manifestieren sich die Kosten dieser Reputation. Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Existenz einer bestimmten Qualität für eine entsprechende Reputation nicht ausreicht: Besagte Qualität muss auf Nachfragerseite auch festgestellt und registriert, bestenfalls an andere weitergegeben werden: Nutzbringende Reputation entsteht, „wenn sich die vom Agenten bei früheren Gelegenheiten gezeigte Sorgfalt und Berechenbarkeit des Ergebnisses *bei potentiellen Prinzipalen herumspricht*“¹⁶⁵. Auch von hierher geraten andere Möglichkeiten der anvisierten Erwartungslenkung ins Blickfeld. Hierzu gehört insbesondere die zielgerichtete Vermittlung von Informationen.

¹⁶³ Vgl. Vaughan/Vaughan (2003), S. 62f. sowie – zunächst ausgehend von empirischen Untersuchungen der Informationsquellen von Lebensversicherten – zum deutschen Versicherungsmarkt v. d. Schulenburg (2005), S. 151f., 260f. Einen aktuellen Anbieterüberblick liefert u.a. Remmert (2005), S. 337f.

¹⁶⁴ Shapiro (1983), S. 659.

¹⁶⁵ Spremann (1988), S. 620 (Hervorh. v. Verf.); vgl. analog zu Kapitalgebern ebda., S. 623.

Die Vermittlung von Leistungsqualitäten ist denkbar durch darauf gerichtete, *glaubhafte* Informationen. Gelingt eine solche Informationspolitik, ist diese Form eines *signaling* sogar effizient gegenüber einem entsprechenden *screening* der Nachfrager¹⁶⁶. Das erklärt, warum anbieterseitige Informationen vom Nachfrager nicht nur hingenommen, sondern implizit verlangt¹⁶⁷ werden. Anders gewendet können Signale oder Informationen seitens des Agenten freiwillig oder aber erst auf Verlangen des Principal verfügbar gemacht werden¹⁶⁸. Analog der eigenständigen Informationssuche des Versicherungsnachfragers könnte auch der Versicherungsintermediär das Informationsangebot allein gestalten im Rahmen seiner *Kommunikationspolitik*. Im Rahmen dieses absatzpolitischen Aktionsparameters steht ihm hierfür eine Palette von Instrumenten der Informationsübermittlung zur Verfügung.

Die Effektivität und Effizienz beim Transfer entscheidungsrelevanter Informationen sowie die daran anknüpfende Auswahlentscheidung des Informierenden aus dem verfügbaren Instrumentenkasten ist allerdings von zahlreichen Variablen abhängig. Solche Überlegungen zur Optimierung der Kommunikationspolitik von Versicherungsintermediären würden daher den Rahmen dieser Arbeit sichtbar sprengen¹⁶⁹. Für den weiteren Fortgang ist allein die grundsätzliche Erkenntnis von Bedeutung, dass anbieterseitige Informationsangebote im Rahmen der Kommunikationspolitik von den Nachfragern verlangt werden. Auch hier gilt: Das Informationsverlangen der Nachfrager hängt davon ab, wie sie ihre Alternativen – zu anderweitiger Informationsbeschaffung oder aber Akzeptanz der Informationsdefizite – beurteilen hinsichtlich der Chancen und Risiken darauf beruhend getroffener Entscheidungen. Die Gefahr – genauer: der „Schadenerwartungswert“ – von (auf Informationsdefiziten beruhenden) Fehlentscheidungen ist für den Nachfrager zunächst abhängig von den prägenden Leistungseigenschaften: Vertrauenseigenschaften machen sie wahrscheinlicher als Erfahrungseigenschaften und diese wahrscheinlicher als Sucheigenschaften. Bei hochkomplexen und -spezifischen Marktleistungen ist die Wahrscheinlichkeit einer Fehleinschätzung höher als bei einfachen unspezifischen. Wiederholungen können dem Nachfrager helfen, den Schadenerwartungswert auf Basis wachsenden Erfahrungswissens zu reduzieren: Mit der Seltenheit einer Nachfrage¹⁷⁰ wächst c.p. die *Wahrscheinlichkeit* einer Fehlentscheidung im Auswahlprozess. Zur Wahrscheinlichkeit kommt ferner die *Höhe* des möglichen Schadens hinzu. Im Rahmen

¹⁶⁶ Vgl. bereits Telser (1964), bes. S. 539 – 541 („kinds of advertising that are compatible with, and indeed essential to, competition“), S. 555; vgl. auch Schneider (1997b), S. 290.

¹⁶⁷ Vgl. Laband (1986), passim, hier S. 517, 520.

¹⁶⁸ Vgl. Spremann (1988), S. 621.

¹⁶⁹ So konzentrieren sich etwa Laband (1986) wie auch Ekelund/Mixon/Ressler (1995) in ihren empirischen Passagen auf die Informationsübermittlung durch „Gelbe Seiten“/“Yellow Pages“, während Laband (1989) auf Zeitungsanzeigen und TV-Spots abstellt. Vgl. für eine umfassende Einführung zum Themenkreis der Kommunikationspolitik von Versicherungsintermediären Farny (2000), S. 668 – 679; zu diesbezüglichen Besonderheiten von Rückversicherern Schmidt (1994), S. 204 – 217.

¹⁷⁰ Zur Bedeutung der Häufigkeit bzw. Seltenheit von Transaktionen vgl. grundlegend Williamson (1985), S. 68 – 84 passim, bes. S. 71f.

von Austauschverträgen besteht dieser insbesondere aus dem Wert, den der Nachfrager der vereinbarten Leistung des Vertragspartners zuordnet sowie den Leistungen, die er bisher im Vertrauen auf eine ordnungsmäßige Gegenleistung erbracht – in die Vertragsbeziehung *investiert*¹⁷¹ – hat. Diese wiederum werden gebildet durch eine Preis- und eine Mengenkomponekte: Die geschilderte Gefahr erhöht sich zum einen mit der *Seltenheit* der Nachfrage, zum anderen mit dem zu entrichtenden *Preis*¹⁷².

Das Angebot von und die Nachfrage nach „Advertising as Information“¹⁷³ lassen sich im Modell abhängig von den prägenden Leistungseigenschaften modellieren. Im Rahmen dieser Arbeit kann hierbei auf folgende Kernaussagen abgestellt werden:

- Anbieter von primär durch Erfahrungseigenschaften geprägten Gütern („Erfahrungsgütern“) werben zum einen mehr als solche von Gütern, die primär Sucheigenschaften aufweisen¹⁷⁴
- zum anderen werben Anbieter von primär durch Erfahrungseigenschaften geprägten Gütern („Erfahrungsgütern“) mehr als Anbieter von Gütern, die sich primär durch Vertrauenseigenschaften auszeichnen¹⁷⁵.
- Die Neigung der Nachfrager, sich (allein) auf Anbieterinformationen zu verlassen, sinkt mit zunehmender Bedeutung von Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften.

Der erstgenannte Zusammenhang erscheint insofern verständlich, als Sucheigenschaften dem Nachfrager ex ante zugänglich sind und ihm daher auch überlassen werden können, er hierzu im Grunde also keines Informationsangebots bedarf. Je weiter rechts auf der waagerechten Skala sich ein Gut befindet, desto größer die Informationsprobleme, desto größer zunächst auch das Wirkungspotential von Anbieterinformationen. Dieser Zusammenhang kippt indes dort, wo die Überprüfung von Vertrauenseigenschaften solche intellektuellen und vor allem mit Transaktionskosten verbundenen Anstrengungen erfordert, dass mit ihrem Verständnis durch den Nachfrager nicht mehr zu rechnen ist. In diesem zweiten Fall wird eine Bereitstellung von Informationen durch den Anbieter unlohnend¹⁷⁶. Dies führt zum dritten Zusammenhang: Mit der Überprüfbarkeit und Verständlichkeit sinkt auch die Glaubwürdigkeit anbieterseitiger Informationen, da sich ihm wachsende unbeobachtbare Spielräume eröffnen.¹⁷⁷ Denkbar wäre schließlich ein

¹⁷¹ Vgl. einführend zu spezifischen Investitionen von Transaktionsbeteiligten Jansen (2005b), S. 111f.; grundlegend zur Spezifität vgl. erneut Williamson (1985), S. 95f.

¹⁷² Vgl. Laband (1986), S. 518; sowie daran anknüpfend Ekelund/Mixon/Ressler (1995), S. 35f.

¹⁷³ So der Titel von Nelson (1974); vgl. daran angelehnt auch den Titel von Laband (1986).

¹⁷⁴ Vgl. Nelson (1974), passim, hier bes. S. 740f., 752.

¹⁷⁵ Vgl. Ekelund/Mixon/Ressler (1995), S. 40f.

¹⁷⁶ Vgl. Kaas (1990), S. 544f.

¹⁷⁷ Vgl. Nelson (1974), hier bes. S. 730, 749f.: Aufgrund ihrer Nachprüfbarkeit vor Vertragsabschluss eignen sich Such- weit weniger als Erfahrungseigenschaften als Gegenstand übertriebener oder gar irreführender Werbung; ein Analogieschluss auf Vertrauensgüter liegt mehr als nahe.

Signaling mit Hilfe von Garantien, also Versprechen des Agent gegenüber dem Principal, entgangenen Nutzen zu kompensieren¹⁷⁸. Die Möglichkeiten hierzu sind bei Versicherungsverträgen indes aus der Natur der Sache heraus beschränkt und werden daher gegenüber den zuvor genannten Signalen zurückgestellt.

Spätestens dann, wenn die unternehmerischen Informationsaktivitäten dem Intermediär oder dem Nachfrager unglaublich, unvollständig oder anderweitig unbefriedigend erscheinen, ist für ihn der alternative Rückgriff auf die bereits angesprochenen Informationsangebote dritter Parteien zu erwägen¹⁷⁹. Soweit der Nachfrager um diesbezügliche Möglichkeiten nicht weiß oder sie nicht wahrnehmen kann oder will, kann hierbei auch der Versicherungsintermediär den Informationsintermediär damit beauftragen, ein bestimmtes Informationsangebot zu erstellen.

2.3.2.3. Eigenschaften der Marktleistungen von Informationsintermediären

Es ist bereits angeklungen, dass die Notwendigkeit, die Marktleistungen eines Informationsintermediärs hinsichtlich ihrer Eigenschaften zu bewerten, für den Informationssuchenden abermals Schwierigkeiten verursachen kann: Da sie sich in Potential-, Prozess- wie Ergebnisdimension primär auf *Informationen* richten, überwiegen bei den Marktleistungen eines Informationsintermediärs naturgemäß *Vertrauenselemente*, gleichwohl zeigen sich auch hier – vornehmlich auf Potential- und Prozessebene – Sucheigenschaften (wie z.B. die Zahl und berufliche Qualifikation der Analysten) und Erfahrungseigenschaften (wie z.B. deren Kooperations- und Einsatzbereitschaft).

Die Komplexität und Seltenheit seiner Leistung ist aus Sicht eines einzelnen Informationssuchenden bereits hoch genug, aber selbst bei zahlreichen Wiederholungen und Erfahrungssammlungen steht eine fundamentale und wesensbestimmende Eigenschaft von Informationen der umfassenden Bewertung von Vertrauenseigenschaften im Wege: Die Abschätzung des Wertes von Informationen erfordert, sie selbst zu kennen.¹⁸⁰ – Ist das aber der Fall, wird u.a. der Intermediär überflüssig, der sie anbietet. Insofern helfen Informationsanbieter bei der Lösung problematischer -asymmetrien dadurch, dass die Informationssuchenden diesen Institutionen dahingehend vertrauen, dass sie mit ihrem Urteil Erfahrungs- und Vertrauens- aus seiner Sicht in Inspektionseigenschaften verwandeln¹⁸¹.

¹⁷⁸ Vgl. Spremann (1988), S. 620.

¹⁷⁹ Die Neigung hierzu steigt c.p. mit dem Informationsdefizit des schlechter informierten Vertragspartners, vgl. v. d. Schulenburg/Wähling (1991), S. 295.

¹⁸⁰ Vgl. zum ursächlichen Informationsparadoxon etwa Arrow (1963), S. 946. Vgl. ergänzend auch Hirshleifer (1973), S. 34.

¹⁸¹ Vgl. Kaas/Busch (1996), S. 245, 248, 251 (m.w.N.).

Im Falle von Rating-Anbietern wird das zuletzt genannte Problem vergleichsweise weitgehend gemildert, weil für einen Informationssuchenden in Bezug auf diesen Informationsintermediär erhebliche Möglichkeiten des Wissenszuwachses daraus entstehen, dass dieser seine Informationen publiziert, womit diese zum *öffentlichen Gut* werden¹⁸²: Folglich existieren zahlreiche, transaktionskostengünstig beschaffbare Leistungsergebnisse in Form veröffentlichter Ratings, aus denen Rückschlüsse auf die Leistungsqualität des erstellenden Intermediärs im konkreten Fall gezogen werden können. Darüber hinaus trachten Informationsintermediäre aus den vorgenannten Gründen in besonderem Maße nach dem Aufbau einer guten *Reputation*, die aus Sicht des Informationssuchenden ein Vertrauen in genau diesen Intermediär rechtfertigt¹⁸³. Verlässliche Informationen über Leistungsqualitäten, die bestenfalls in der Zukunft erfahren werden können, können den Informationssuchenden daher veranlassen, auf den Intermediär zu vertrauen, auch ohne dass er einen „Einzelnachweis“ seiner Leistungsfähigkeit im konkreten Fall erbringt¹⁸⁴. Eine solche Reputation oder Glaubwürdigkeit ist insofern aus Intermediärssicht wertvoll, zudem ist ihm der Aufbau nur unter entsprechenden (Transaktions-)Kosten möglich, weswegen sie für ihn ein werthaltiges (intangibles) Asset darstellt¹⁸⁵ (Vertrauenkapital).

Analog den Ausführungen zu den Marktleistungen eines Versicherungsintermediärs wäre daher auch die Einordnung des Ratings eines Informationsintermediärs als überwiegend von Vertrauenseigenschaften geprägt vor allem dann nachvollziehbar, wenn es sich um das Urteil eines noch nicht allzu ausgewiesenen Experten, also eines Newcomers handeln würde, der noch dazu ein bisher nicht bewertetes Unternehmen beurteilt. Weder vom Bewerter, noch vom Bewertenden her können hier Erfahrungen der Vergangenheit nutzbar gemacht werden. Hat sich der Intermediär hingegen bereits eine Reputation aufgebaut, weist seine Offerte zunehmend auch Erfahrungseigenschaften auf. Umgekehrt besitzt sie umso mehr Vertrauenseigenschaften, je weniger Bewertungen das nun untersuchte Objekt bislang erfahren hat. Ein erstmalig aktiver Bewerter hingegen bietet mangels Reputation ein Gut an, das primär Vertrauenseigenschaften aufweist und lediglich dann gewisse Erfahrungseigenschaften besitzen kann, wenn es sich hierbei um ein bereits etabliertes, schon verschiedentlich untersuchtes Unternehmen geht. Beim wiederholten Rating eines etablierten Emittenten durch einen etablierten Anbieter handelt es sich letztlich um eine vornehmlich von Erfahrungseigenschaften geprägte Marktleistung. Diese Überlegungen lassen sich schließlich wie in der folgenden Abbildung gezeigt zusammenfassen.

¹⁸² Vgl. stellvertretend Laster/Swiss Re (2003), S. 6; Smith/Walter (2002), S. 292; Karacadag/Taylor (2000), S. 17; Partnoy (1999), S. 653.

¹⁸³ Vgl. auch Heinke (1998), S. 234.

¹⁸⁴ Vgl. Kaas (1990), S. 545.

¹⁸⁵ Vgl. grundlegend Alchian/Demsetz (1972), S. 778 (Note 2); vgl. ferner Shapiro (1983), S. 659.

		Bewerter / Rating-Anbieter	
		Neu („Newcomer“)	Etabliert
Bewerteter / geratetes Unternehmen	Neu („Erstrating“)	<i>„Vertrauensgut“, da beidseitig Vertrauenseigenschaften überwiegen</i>	Erfahrungsgut mit Vertrauens- schwerpunkt
	Etabliert	Vertrauensgut mit Erfahrungs- schwerpunkt	<i>Erfahrungsgut, da beidseitig Erfahrungseigenschaften überwiegen</i>

Abb. 6: Eigenschaftsspektrum der Marktleistung von Informationsintermediären

Allerdings ist zur vorstehenden Klassifizierung von Ratings hinzuzunehmen, dass es sich bei (publizierten) Informationen um öffentliche Güter handelt¹⁸⁶, deren Eigenschaftsschwerpunkte von unterschiedlichen Initiatoren und Interessenten¹⁸⁷ auch unterschiedlich beurteilt werden. Je nach eigenem Sucherfolg und Erfahrungshorizont wird daher ein Informationssuchender, der sich mit Hilfe eines Informationsintermediärs über ein (Versicherungs-)Unternehmen informieren will, den Informationsangeboten eher Erfahrungs- oder aber Vertrauenseigenschaften zuweisen. Wieder anders ist die Leistung eines Informationsintermediärs aus Sicht eines (Versicherungs-)Unternehmens einzuordnen, das auf ein Informationsangebot an potentielle Versicherungsnehmer zielt und deswegen die Leistungen eines Informationsintermediärs nachfragen will. Verglichen damit verfügen Informationssuchende häufig weder über fundierte Fachkenntnisse noch über eine Kontraktbeziehung im eigentlichen Sinne, weswegen ihre Beurteilung von Potentialausstattung und Prozessgestaltung eines Informationsintermediärs mit deutlich größerer Distanz und ebenso geringerer Präzision als bei einem auftraggebenden Unternehmen erfolgen wird. Ohne diese Auffächerung hier zu vertiefen, kann geschlossen werden, dass Ratings in erheblichen Teilen durch Vertrauenseigenschaften geprägt, insoweit also „Vertrauensgüter“ sind.

Sowohl im Rahmen der Versicherungsintermediation als auch bei der Informationsintermediation werden also Marktleistungen erbracht, die sich in hohem Maße durch Vertrauenseigenschaften auszeichnen. Beim Rating auf Versicherungsmärkten kommt es folglich nicht zu einer Ausschaltung der Informationsgefälle und Vertrauenserfordernisse bzw. der ursächlichen Qualitätsunsicherheiten¹⁸⁸, sondern nur zu einer Veränderung durch Kombination. Da die Marktleistungen von Versicherungs- und Informationsintermediären neben Vertrauens- vor allem Erfahrungseigenschaften besitzen, ergeben sich aus Nachfragersicht sowohl vor als auch nach Vertragsabschluss Qualitätsunsi-

¹⁸⁶ Vgl. dezidiert Mishkin/Eakins (2006), S. 379.

¹⁸⁷ Vgl. dazu im Einzelnen Kapitel 5.

¹⁸⁸ Vgl. auch v. d. Schulenburg (2005), S. 332.

cherheiten. Das heißt aber, dass es auch in Kontrakten mit diesen Intermediären gilt, Informationsasymmetrien zu bewältigen. Diese waren im Vorkapitel indes als primäre Existenzbegründung von Intermediären herausgearbeitet worden. Es ist daher der Grundgedanke wieder aufzugreifen, dass sich mit der Einschaltung von Intermediären Informationsasymmetrien und daraus resultierende Anreiz- und Überwachungsprobleme zwar nicht vollständig beseitigen, wohl aber sinnvoll *verändern* lassen¹⁸⁹.

Spätestens dann aber stellt sich die Frage, ob diese Konstellation hinzunehmen oder aber anderweitig zu korrigieren ist. So wäre nachvollziehbar, dass mit dem – hier fortbestehenden – Ausmaß von Vertrauenseigenschaften die Nachfrage nach Zertifizierungen steigt. Als Verleiher solcher „Prüfplaketten für Vertrauenswürdigkeit“ wären sowohl private als auch staatliche Institutionen denkbar¹⁹⁰. Damit aber ist ausgehend von den prägenden Eigenschaften der Marktleistungen von Versicherungs- wie Informationsintermediären auch die Brücke geschlagen zur grundsätzlichen Frage der Notwendigkeit ihrer Regulierung. Diese Fragestellung wird im weiteren Verlauf daher noch ausführlich beleuchtet.

¹⁸⁹ Vgl. grundsätzlich auch Darby/Karni (1973), S. 80.

¹⁹⁰ Vgl. Ekelund/Mixon/Ressler (1995), S. 41.

3. Intermediation auf Versicherungsmärkten

Nach der auf Finanzintermediäre sowie Informationsintermediäre und insofern übergreifenden Betrachtung im Rahmen des Kapitels 2 sind die Erkenntnisse nun auf die Finanz- und Informationsintermediation auf Versicherungsmärkten anzuwenden, die durch die Anbieter von Versicherungs- bzw. Rating-Dienstleistungen ausgeübt wird. Nachfolgend werden dazu die angestellten Überlegungen zu Transaktionskosten, Informationsasymmetrien¹⁹¹ sowie Unternehmerfunktionen genutzt, um die Beziehungen zwischen Marktteilnehmern in verschiedenen Intermediationsszenarien zu analysieren.

Eingangs war bereits gezeigt worden, dass Intermediäre auf vollkommenen Märkten funktionslos bleiben und insofern keine Existenzberechtigung finden würden¹⁹². Mit Blick auf die Diskussion der Unternehmerfunktionen ist zunächst zu präzisieren, dass es dann keine *unternehmerisch* motivierten Informationsintermediäre geben kann. An die Stelle dieser Vollkommenheitsannahme, durch die – mit den Arbitragegelegenheiten und Informationsunterschieden – Intermediäre „wegdefiniert werden“¹⁹³, treten in den weiteren Ausführungen Unvollkommenheits- bzw. Ungleichgewichtsszenarien, da diese zum einen erst den theoretischen Nährboden für die Beschäftigung mit Intermediären im allgemeinen und Versicherungsintermediären im besonderen¹⁹⁴ liefern, zum anderen die Realität der Versicherungsmärkte deutlich mehr widerspiegeln.

3.1. Intermediation bei symmetrisch verteilter Information

Ohne dass zunächst die Annahme gleichverteilter Information aufgegeben wird, lässt sich in einem ersten Schritt in Richtung unvollkommener, aber realistischer Versicherungsmärkte die Existenz von Versicherungs- und anderen Finanzintermediären allein mit einem Rückgriff auf Transaktionskosten erklären: Tatsächlich behindert das Ausmaß der quantitativen, qualitativen, zeitlichen und örtlichen Inkongruenzen – bzw. der bei ihrer Bewältigung anfallenden Transaktionskosten –

- die Denk- und Handlungsmuster von Individuen, die Versicherungsleistungen anbieten bzw. nachfragen wollen, und damit
- Zustandekommen und Ausgestaltung von Versicherungsverträgen

¹⁹¹ Vgl. für einen Überblick auch Horsch (2005a).

¹⁹² Vgl. oben Kapitel 2.2.1 dieser Arbeit sowie ergänzend v. d. Schulenburg (2005), S. 549; m.w.N. auch Bosselmann (1994), S. 5f.

¹⁹³ Vgl. einführend und m.w.N. zur Notwendigkeit von Marktunvollkommenheiten für die Existenz von Wettbewerb Paul/Horsch (2005), S. 139.

¹⁹⁴ Vgl. mit Bezug zu Versicherungsintermediären prägnant Skogh (1989), S. 726: „in frictionless capital markets [...] there would be no demand for a resource-consuming insurance industry“.

auch dann, wenn beide Akteure übereinander gleichermaßen vollständig informiert sind. Anders als in Abbildung 2 stellt sich ihre Situation wie folgt dar:

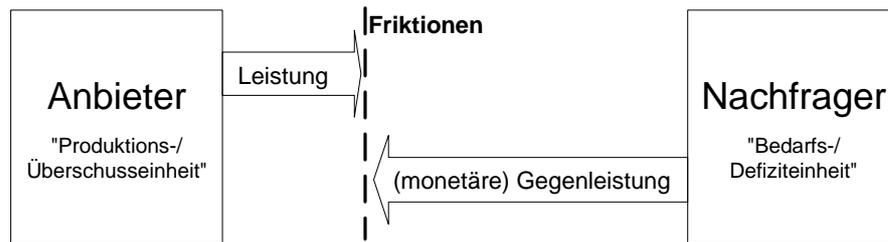


Abb. 7: *Friktionsbehaftete Austauschbeziehung bei gleichverteilter Information*

Individualanbietern und -nachfragern gelingt ein Vertragsschluss nur im Ausnahmefall, da es für sie mit Transaktionskosten verbunden ist, einander zu finden (*Anbahnung*), und sich im Anschluss auch nur auf Laufzeit, Prämie, Deckungssumme sowie Versicherungsbedingungen zu *einigen* (*Vereinbarung/Abwicklung*). Hinzu treten Probleme einer Überwachung der Pflichtenerfüllung des Kontraktpartners (*Kontrolle*) sowie einer eventuellen *Anpassung* des Kontraktdesigns an veränderte Gegebenheiten¹⁹⁵.

Vorgenannte Kostenproblematik scheint sich durch den Markteintritt eines Versicherungsintermediärs allerdings noch zu vertiefen, da der institutionen-begründende Unternehmer auf Arbitragegewinne abzielt und sich die Ausübung der Vermittlungsfunktion entgelten lässt, womit Transaktionskosten eigener Art entstehen¹⁹⁶. Versicherungsintermediäre werden sich daher nur dann bilden, wenn diese Institution den (Versicherungs-) Unternehmer, aber auch dessen Kunden (Arbitrage-)Vorteile gegenüber einer intermediärsfreien Lösung des Transaktionsproblems verspricht, die Problemlösung mit ihrer Hilfe also transaktionskosteneffizienter gelingt als ohne. Entscheidend ist demnach die *Höhe* der Transaktionskosten in alternativen Szenarien, nicht ihre Existenz dem Grunde nach. Tatsächlich lässt sich die Reduzierung des Transaktionskostenvolumens zunächst grundsätzlich über die angesprochenen Skalen- und Verbundvorteile eines Spezialisten für Intermediation ableiten: „The comparative advantage of the insurance industry is due to its specialization in writing and enforcing contracts on low probability events“¹⁹⁷.

Nach den grundsätzlichen Vorarbeiten insbesondere von RONALD COASE gerieten Transaktionskosten von Versicherungsverträgen im Besonderen in den 1960er Jahren im Rahmen einer Diskussion um die sinnvolle Ausgestaltung der medizinischen Versorgung und Krankenversicherung der US-Bevölkerung in den Blickpunkt. Die hierbei für die Anbieterseite konstatierten „enormous economies of scale in the provision of insurance, quite apart from the coverage of the risks themselves“¹⁹⁸ dienten hier zu-

¹⁹⁵ Vgl. auf Basis der Transaktionskosten-Kategorien von PICOT auch Bosselmann (1994), S. 14 – 16.

¹⁹⁶ Vgl. einführend auch v. d. Schulenburg (1993), S. 525.

¹⁹⁷ Skogh (1989), S. 729. Vgl. ausführlich auch Paul (1994), S. 17 – 25.

¹⁹⁸ Arrow (1963), S. 963.

nächst primär als Basis für Gestaltungsempfehlungen zum Gesundheitssystem, nicht für Existenzbegründungen von Versicherungsintermediären. Im weiteren Verlauf wurde allerdings deutlich, dass die auf Nachfragerseite zu bewältigenden Transaktionskosten bis hin zu einem Verzicht auf Versicherungsnachfrage führen können¹⁹⁹. Hieraus folgt, dass transaktionskosteneffiziente Lösungen für die Märkte für Versicherungsleistungen dringend erforderlich sind. Als entscheidend hinsichtlich des Problems der Transaktionskosten wurde daraufhin „not only their existence but their *escapability under alternative institutional arrangements*“²⁰⁰ erkannt. Diese Problemhinsicht ist von durchaus übergreifendem Gehalt, insbesondere betrifft sie die Grundsatzentscheidung zwischen den beiden Arrangements (a) Intermediärsverzicht und (b) Intermediäreinschaltung. Die Erkenntnis der in der Vernachlässigung von Transaktionskosten liegenden Versäumnisse der klassischen (Wohlfahrts-)Ökonomik führte ARROW auf die der Notwendigkeit weiterer Transaktionskostenforschung im Kontext der Versicherungsökonomik²⁰¹. Ohne expliziten Bezug hierzu bildete sich in den kommenden Jahren eine transaktionskostenbasierte Existenzbegründung zunächst für Bankintermediäre²⁰² und später auch für Versicherungsintermediäre²⁰³ heraus.

Für Transaktionskostenvorteile ursächlich sind demnach Größen- und Verbundvorteile von Finanzintermediären, die bestimmte Bankfunktionen übernehmen. Sofern auch Versicherungsunternehmen solche economies of scale and scope realisieren könnten, wäre daher eine analoge Begründung denkbar. Tatsächlich gelten gerade Skalenerträge in Form von Kostendegressions- und Lernkurveneffekten in der Assekuranz als (theoretisch) so gesichert, dass sie weniger als Existenzbegründung von Versicherungsintermediären denn als Begründung der Notwendigkeit ihrer (staatlichen) Regulierung – und zwar zur Bekämpfung der Gefahr eines „natürlichen Monopols“ – herangezogen werden²⁰⁴. Während die Nutzbarmachung als Regulierungsbegründung kritisch zu hinterfragen ist, lässt sich der Ausgangspunkt der Größenvorteile zumindest auch empirisch stützen; hingegen fällt die empirische Bewertung der Relevanz von Verbundeffekten – wie sie insbesondere im Rahmen von Allfinanz-Konzepten betont werden – bislang zurückhaltend aus²⁰⁵.

In Bezug auf Versicherungsintermediäre erweist sich daher das Argument der economies of *diversification* als besonders stichhaltig. Wird der Vorteil einer Poolbildung von

¹⁹⁹ Vgl. Lees/Rice (1965), passim, bes. S. 141, 143.

²⁰⁰ Arrow (1965), S. 155 (Hervorhebungen vom Verf.).

²⁰¹ Vgl. auch hier Arrow (1965), S. 155: „transaction costs, [...] a difficult and neglected area in welfare [...] economics. [...] What is clearly needed is a deeper analysis of the causes of transaction costs.“

²⁰² Vgl. grundlegend Benston/Smith (1976), prägnant bes. S. 229: „the analysis of transaction costs is central to the theory of financial intermediation“.

²⁰³ Vgl. – ebenfalls ohne Bezug zu ARROW – bei Skogh (1989), hier bes. S. 727: „contracting costs [...] appear[...] to be fundamental to an understanding of insurance“.

²⁰⁴ Vgl. stellvertretend v. d. Schulenburg (2005), S. 256f., 324 – 326.

²⁰⁵ Vgl. Zweifel/Eisen (2003), S. 267 – 270 (m.w.N.).

Risiken allein *quantitativ* im Sinne der *Granularität* eines Gesamtbestandes aufgefasst, wird also mit Blick auf das Gesetz der großen Zahl naive Diversifikation betrieben, handelt es sich um einen speziellen Größenvorteil²⁰⁶. Im eigentlichen Sinne bedeutet Diversifikation hingegen die sinnvolle Kombination nicht vollständig positiv korrelierter Einzelpositionen – hier also von versicherten Risiken – zu einem Portfolio²⁰⁷. Eine solche Bildung großer und *ausgewogener* Pools versicherter Risiken gilt nicht nur als hilfreich, sondern als unabdingbar für das Funktionieren einer Versicherungslösung²⁰⁸.

Anders als auf den vollkommenen Kapitalmärkten der Theorie lassen sich Versicherungsintermediäre demnach bereits dort erklären, wo Markttransaktionen nicht transaktionskostenlos zustande kommen, sondern Anstrengungen und Ressourceneinsatz der Beteiligten erfordern. Auf solchen Märkten kann es (selbst bei symmetrisch verteilten Informationen) ökonomisch deswegen sinnvoll sein, auf diese Intermediäre zurückzugreifen, weil sie „bei der Übernahme bestimmter Aufgaben Spezialisierungsvorteile haben und damit die Kosten von Transaktionen insgesamt senken“²⁰⁹.

Mit einem “transactions cost approach to the theory of financial intermediation“²¹⁰ im eigentlichen Sinne lässt sich die Existenz von Versicherungsintermediären also bereits allein mit Hilfe von Vorteilen bei den Transaktionskosten i.e.S. (zur „Friktionsbewältigung“), demnach ohne Berücksichtigung der Informationsverteilung am Markt rechtfertigen. Nimmt man Informationsgefälle zwischen Marktteilnehmern – und in der Folge spezifische Transaktionskosten i.w.S. für die Bewältigung dieser Informationsasymmetrien – hinzu, sollte sich die Erklärbarkeit von Versicherungsintermediären noch weiter verbessern. Überdies würde dann überhaupt erst dem Grunde nach erklärbar, warum neben Versicherungsunternehmen auch *Informationsintermediäre* auf Versicherungsmärkten sinnvoll sein könnten. Wie bereits gezeigt, ist für diese nämlich solange kein Platz, wie von symmetrisch verteiltem und vollständigem Wissen der Marktteilnehmer ausgegangen wird.

²⁰⁶ Vgl. v. d. Schulenburg (2005), S. 326; Zweifel/Eisen (2003), S. 272.

²⁰⁷ Zu den unterschiedenen Varianten der Diversifikation vgl. insbesondere Spremann (2003), S. 22 – 26.

²⁰⁸ Vgl. auch hier bereits Arrow (1965), S. 155; ausführlich vgl. stellvertretend Vaughan/Vaughan (2003), S. 34 – 36. Vgl. ergänzend – am spezielleren Fall der Intermediäre zwischen Versicherer und Versicherungsnachfrager – Aschenbrenner-von Dahlen/Napel (2004), S. 68.

²⁰⁹ Franke/Hax (2004), S. 458.

²¹⁰ So der Titel des grundlegenden Aufsatzes von Benston/Smith (1976). Transaktions- in Form von Informations- und Wechselkosten können weiterhin dafür herangezogen werden, Eigenheiten der Interaktion zwischen Versicherungsintermediären und ihren Kunden zu erklären, vgl. exemplarisch v. d. Schulenburg/Finsinger (1987), bes. S. 246, 250, 253; Schlesinger/v. d. Schulenburg (1993), S. 595f.

3.2. Intermediation bei asymmetrisch verteilter Information

3.2.1. Grundprobleme von Versicherungsverträgen ohne Intermediärunterstützung

Allein dem Grunde nach bietet – wie gesehen – auch eine Ungleichverteilung relevanter Informationen unter den Akteuren auf Finanzmärkten noch keinen zusätzlichen Erklärungsgehalt für die Existenz von Intermediären; denn durch ihre Vermittlungsfunktion werden Auftragsbeziehungen und Informationsasymmetrien nicht generell beseitigt, sondern lediglich *umgestaltet*. Eine Existenzbegründung läge erst dann vor, wenn sich Informationsasymmetrien im Rahmen von auf Kapitalüberlassungen gerichteten Auftragsbeziehungen mit Hilfe von Intermediären *effizienter* bewältigen ließen als ohne.

Vor wie nach Vertragsabschluss gilt zunächst grundsätzlich: Versicherungsgeber und -nehmer verfügen über ungleiche Informationsstände. Sie können insbesondere nicht beurteilen, inwieweit eine Gegenpartei ihren Vertragspflichten genügen wird. Diese Tatsache ist den Vertragsparteien dabei durchaus bewusst und maßgeblich für die Gestaltung ihrer Vertragsbeziehung: „both parties are *aware* of this informational inequality, and their relation is *coloured* by this knowledge“²¹¹. Die für den allgemeinen Fall geschilderten Probleme der adverse selection vor Vertragsabschluss sowie des Verhaltensrisikos nach Vertragsabschluss sind aber aufgrund ihrer Wesensmerkmale für Versicherungsverträge von besonderem Gewicht: Sind sie vor Vertragsabschluss über die „Risikoqualität“ der Marktteilnehmer, die bei ihnen Versicherungsleistungen nachfragen, schlechter informiert als diese selbst, könnten versichernde Individuen einer Durchschnittsannahme in Bezug auf das Risiko zuneigen und basierend darauf eine Durchschnittsprämie formulieren²¹². Der in Gang gesetzte Ausleseprozess der adverse selection führt dann für den schlechter informierten Versicherungsgeber zu einer Anhäufung schlechter Risiken, die seine Überlebenswahrscheinlichkeit senken²¹³.

Analog sind Informationsgefälle nach Vertragsabschluss und ihre Folgen im Rahmen von Versicherungsverträgen ein zentrales Phänomen, da die Leistungspflichten des versichernden Individuums maßgeblich durch (unbeobachtbares) Tun und Lassen des versicherten Individuums mitbestimmt werden, die von erhöhter Risikobereitschaft bis hin zum vorsätzlichen Versicherungsbetrug dieses Beauftragten reichen können. Die hierfür

²¹¹ Arrow (1963), S. 951, der hier vom Verhältnis Patient – Arzt ausgeht, seine Ausführungen allerdings generell für Verträge unter Unsicherheit verstanden wissen will. Vgl. ergänzend dazu Lees/Rice (1965), S. 140; Pauly (1968), S. 531. In der Theorie wird dabei regelmäßig eine Partei als Minderinformierte bzw. Auftraggeber betont, vgl. bereits die grundlegenden Arbeiten von – am Beispiel des Sachguts Gebrauchtwagen – Akerlof (1970); sowie – für Versicherungen – Rothschild/Stiglitz (1976). Vgl. für die Betonung der entsprechenden Risiken des Nachfragers aus Marketingsicht Kaas (1990), S. 543, 547 (Anm. 26).

²¹² Es resultiert eine „positive Korrelation von Versicherungsnachfrage und Schadenwahrscheinlichkeit“, Hellwig (1988), S. 1067 (Hervorhebung im Original).

²¹³ Vgl. insbesondere Akerlof (1970), hier S. 492 – 494; sowie einführend Zweifel/Eisen (2003), S. 320f.

maßgeblichen Verhaltensanreize existieren aber erst seit Abschluss des Vertrages, „moral hazard [means] the effect of insurance on incentives“²¹⁴.

Das Vorhandensein spezifischer Informationsnachteile auf beiden Seiten zeichnet Versicherungsverträge also aufgrund der Ernsthaftigkeit der (denkbaren) Folgen aus: In beiden Fällen lässt sich der Reaktionsprozess bis zu einem finalen Marktzusammenbruch modellieren²¹⁵. Dem Grunde nach ist diese Beidseitigkeit hingegen kein Spezifikum dieser, sondern Eigenschaft aller zweiseitig verpflichtenden Verträge: Ein einziger Kredit-, Einlagen- oder Versicherungsvertrag (aber auch ein auf andere als Finanzdienstleistungen bezogener Vertrag wie z.B. ein Mietvertrag) weist spezifische Informationsnachteile beider Vertragsparteien aus. So ist auch die Überlassung von Kreditmitteln untrennbar mit weitreichender Nichtbeobachtbarkeit des (mit einer vertragsgemäßen Kapitalverwendung und -dienstleistung „beauftragten“) Kreditnehmers verbunden und erfordert daher neben dem Geld- einen entsprechenden Vertrauensvorschuss²¹⁶. Allerdings scheinen sich die einhergehenden Informationsprobleme hier beim (insoweit beauftragenden) Kapitalgeber zu konzentrieren, während Versicherungsverhältnisse Informationsnachteile beider Vertragsparteien aufweisen, die sowohl beim Anbieter als auch beim Nachfrager so ausgeprägt sind, dass sie das direkte Zustandekommen von Versicherungsverträgen zwischen zwei Wirtschaftssubjekten massiv be- oder sogar verhindern können²¹⁷. – Zusätzlich zu den im Vorkapitel geschilderten quantitativen, qualitativen, räumlichen und zeitlichen Friktionen erhöhen solche Informationsasymmetrien die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns von Verhandlungsanstrengungen nicht-spezialisierter Individuen, die sich auf Versicherungsverträge richten:

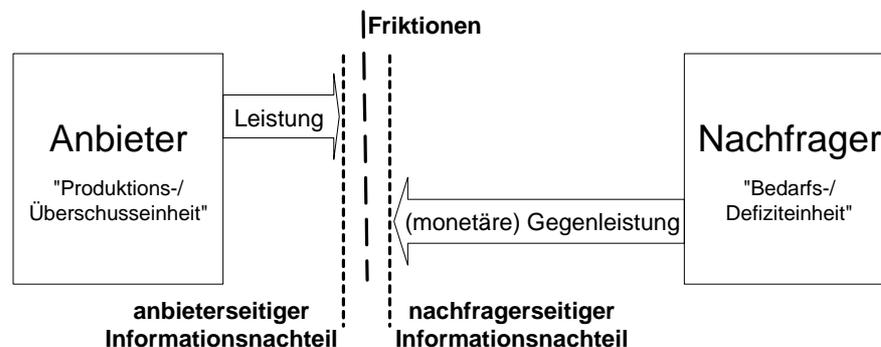


Abb. 8: *Friktionsbehaftete Austauschbeziehung bei Informationsasymmetrie*

²¹⁴ Arrow (1963), S. 961, mit dem der Begriff untrennbar verbunden ist. Vgl. anknüpfend daran – aber auch mit Verweisen auf frühere Begriffsbildungen – Pauly (1968), bes. S. 535; Arrow (1968).

²¹⁵ Vgl. ausführlich Hellwig (1988), bes. S. 1067, 1074; einführend auch Horsch (2005b), S. 91, 93.

²¹⁶ Vgl. auch Partnoy (1999), S. 629f. Auf die Ungleichverteilung von Wissen über vertragsrelevante Tatsachen (und entsprechende Handlungsspielräume) verweist bereits die Wortherkunft (lat. credere = glauben, vertrauen).

²¹⁷ Vgl. bereits Arrow (1963), S. 945, 961 – 964, sowie ausgehend davon besonders Lees/Rice (1965), hier S. 143: „transaction costs to the individual [...] as well as possible costs of obtaining information, may be of sufficient magnitude to make insurance policies against certain losses not worthwhile.“

Obwohl auch ihnen die Abhilfen des screening und signaling offen stehen, können zwei darauf nicht spezialisierte Individuen Versicherungsverträge ohne Zuhilfenahme eines Intermediärs dennoch regelmäßig nicht realisieren. Dies zeigt, dass die beidseitigen Informationsprobleme besonders gravierend, die Gegensteuerungsmaßnahmen besonders eingeschränkt wirksam sein müssen. Tatsächlich ist die Gefahr von adverse selection und moral hazard bedingt durch die Charakteristika (z.B. inhaltliche Komplexität, zeitliche Erstreckung und ihre vergleichsweise große Seltenheit für die meisten Individuen)²¹⁸ bei Versicherungsverträgen überdurchschnittlich hoch. Mangels Spezialisierung der Beteiligten bieten screening und signaling zwar einen Ausweg, aber nur bei Inkaufnahme zusätzlicher Transaktionskosten²¹⁹: Die Suche nach, aber auch das Angebot von Informationen – ganz zu schweigen von ihrer Auswertung – verursachen neue, bislang nicht dagewesene Transaktionskosten. Solche wird ein ökonomisch Handelnder aber nur auf sich nehmen, wenn er daraus einen Vorteil – insbesondere in Form von Arbitragegewinnen – ziehen kann. Andernfalls stellen diese informationsbedingten Transaktionskosten – bzw. die ursächlichen Informationsgefälle – wirksame Vertragshindernisse dar. Diese Hindernisse sind auf Versicherungsmärkten mehr als wahrscheinlich: Die Eigenschaften von Versicherungsleistungen erschweren es anbietenden wie nachfragenden Individuen erheblich, verlässliche qualitätsrelevante Informationen zu beschaffen oder anzubieten²²⁰. Screening und signaling zum entscheidenden Abbau von Informationsgefällen sind in diesem Zusammenhang daher nur eingeschränkt praktikabel. Ob Versicherungsverträge zwischen Individuen hierdurch dem Grunde nach unmöglich werden, ist indes sekundär gegenüber der Frage, ob nicht mit Hilfe anderer Marktteilnehmer eine effizientere Problemlösung gefunden werden kann.

Die Chance hierauf ist umso größer, je geringer die Kosten des screening bzw. signaling bei einem Akteur ausfallen. Damit kann erneut angeknüpft werden an den bereits vorgenommenen Transaktionskostenerwägungen: Der Vorteil intermediärsgestützter Lösungen bei Existenz von Transaktionskosten lag generell in Skalen- bzw. Verbundvorteilen. Entsprechende Spezialisierungsvorteile noch stärker nutzend, könnten sich Intermediäre als Vermittlungsexperten zum einen auf die Qualitätseinstufung potentieller Kontraktpartner konzentrieren, als Spezialist für Informationserhebungen also Skalen-/Verbundvorteile gerade im Bereich des screening realisieren²²¹. Hierfür käme dann insbesondere ein gänzlich auf Informationen fokussierter Spezialist, also ein Informationsintermediär, in Frage. Möglicherweise sind die Verbundeffekte zwischen der Informationserhebung an sich und einer anderen Marktleistung – also z.B. einer Versiche-

²¹⁸ Vgl. Stüchtgen (1988), S. 40; Farny (2000), S. 532 – 534.

²¹⁹ Daher wird die Existenz von Versicherungsintermediären heute durch parallele Transaktionskosten und Informationsasymmetrien erklärt, vgl. etwa Deutsche Bundesbank (2004), S. 32. Zur Bedeutung von Informationskosten auf Versicherungsmärkten vgl. generell Schlesinger/v. d. Schulenburg (1993).

²²⁰ Vgl. v. d. Schulenburg (1988), S. 1270; ausführlich Bosselmann (1994), hier S. 99f.

²²¹ Vgl. dahingehend das Konzept des „delegated monitoring“ nach Diamond (1984). Eine kritische Aufarbeitung bietet Breuer (1993), S. 140 – 148.

rungsleistung – aber auch so stark, dass die Funktion der Informationserhebung von einem anderen Marktteilnehmer – also einem Versicherungsintermediär – ökonomisch sinnvoll ausgefüllt werden könnte.

Was das signaling betrifft, kann zum einen an den Signalen angeknüpft werden, die ein Intermediär selbst aussendet, um sich als Kontraktpartner zu qualifizieren, zum anderen an denjenigen, die er empfängt. Für seine *Senderfunktion* gilt: Allein als Institution, vor allem aber als solche mit einer über die Zeit erworbenen *Reputation*²²² kann ein Intermediationsspezialist für Versicherungsverträge glaubwürdigere Signale (über andere Akteure) aussenden als diese selbst, da sie sich nur fallweise und „nebenberuflich“, also gerade nicht-spezialisiert²²³ als Partei solcher Verträge betätigen. Die Bedeutsamkeit der *Empfängerfunktion* wiederum liegt darin, dass das Spezialistentum des Intermediärs sich auch darauf erstreckt, Kontraktpartnern Signale zu entlocken. Hierbei ist er nicht nur aufgrund seiner Verhandlungsmacht im Vorteil, sondern auch weil er Spezialwissen über Informationsasymmetrien aufbaut und es zu ihrer Bewältigung einsetzt. Sowohl der Reputationsvorteil als auch der Vorteil in der „Signalveranlassung“ sind bei Versicherungsintermediären, vor allem aber bei Informationsintermediären zu vermuten, deren Analyse daher vorgezogen wird.

3.2.2. Abbau von Informationsasymmetrien auf Versicherungsmärkten durch Informationsintermediäre

Eine Bewältigung der aufgezeigten Vertragshindernisse könnte zunächst ursachengerichtet sein: *Informationsintermediäre* müssten dazu vertragsschädliche Informationsasymmetrien auf effiziente Weise so weit abschwächen, dass ein direkter Kontrakt zwischen den Individuen realisierbar wird²²⁴. Informationsintermediäre treten also nicht in die Leistungs-/Gegenleistungsströme ein, sondern entfernen gewissermaßen die diese behindernden (in der folgenden Abbildung 9 durch Linien symbolisierten) Informationsasymmetrien. Dies wird dadurch möglich, dass ihre Heranziehung dem Bewerteten anders als zuvor „die Generierung eines glaubwürdigen Bonitätssignals“²²⁵ ermöglicht.

²²² Vgl. erneut grundlegend Diamond (1989), bes. S. 829.

²²³ Vgl. auch White (2002), S. 43.

²²⁴ Vgl. aktuell Mishkin (2006), S. 176.

²²⁵ Everling (1991), 267. Vgl. entsprechend Heinke (1998), S. 36f.

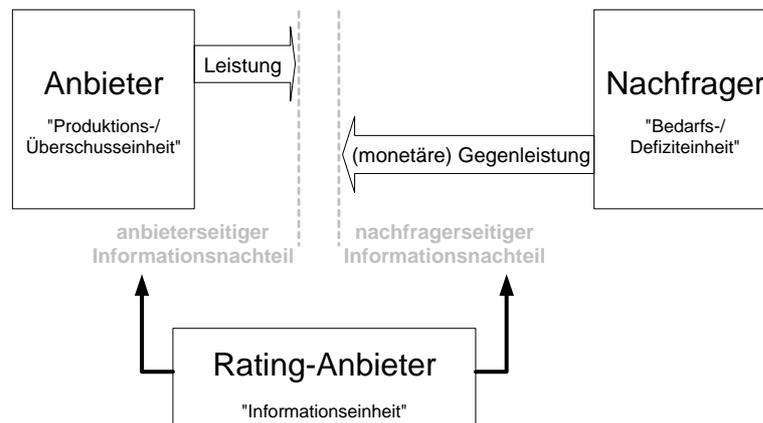


Abb. 9: Beseitigung von Informationsasymmetrien durch Informationsintermediäre

Diese Funktion könnte der Informationsintermediär auf unterschiedliche Weisen bzw. durch Lieferung unterschiedlicher informationsbezogener Teilleistungen ausüben, die sich nach der Eingriffsintensität wie in der nachfolgenden Abbildung 10 gliedern lassen.

Die Klassifizierung der Abbildung ist dabei idealtypisch zu verstehen: So bauen die Teilleistungen zwar aufeinander auf, jedoch ist nicht zwingend, dass jede davon auch nach außen sichtbar offeriert wird: Datenbanken wie *Datastream* offeriert Abonnenten sowohl unaufbereitete Daten (z.B. Wertpapierkurse) als auch aufbereitete (z.B. Kennzahlen). Bei Rating- oder Analyseprozessen hingegen erfolgen Informationssammlung und -aufbereitung betont intern, publiziert wird nur das darauf beruhende Ergebnis²²⁶. Dies ist ökonomisch sinnvoll, da andernfalls entscheidende *Wissensbestände* preisgegeben würden²²⁷. Auch existieren zwischen den Kategorien Übergangsbereiche, etwa wenn ein Produkttester seine Bewertung in eine Empfehlung einmünden lässt²²⁸. Hingegen wollen Rating-Unternehmungen ihre Informationsdienstleistung ausdrücklich nicht als Kursprognose oder darauf basierende Kauf-/Verkaufsempfehlung für Wertpapiere verstanden wissen²²⁹. Damit unterscheiden sie sich fundamental von den Dienstleistungen, die Informationsintermediäre wie Börseninformationsdienste oder Analysten in den Researchbereichen von Bankintermediären offerieren: Deren Ziel sind die Lieferung von Informationen, die die Vorteilhaftigkeit von Wertpapierkäufen oder -verkäufen bewerten, sowie darauf basierende Empfehlungen²³⁰. Schließlich wäre auch eine Weiterführung – in Richtung steigender Eingriffsintensität – denkbar, wenn auf die Empfehlung die entsprechende Vermittlung eingeleitet wird. Damit würde indes der Grenzbereich des *Informationsintermediärs* zum *Finanzintermediär* erreicht.

²²⁶ Vgl. zu Abstufungen dahingehender Transparenz Everling (1991), S. 290 – 297, bes. S. 292f.

²²⁷ Das (hier in der Prozessgestaltung manifestierte) Wissen ist die zentrale Ressource zur Erzielung von Wettbewerbsvorteilen, vgl. in allgemeinem Kontext einführend und m.w.N. Paul (2005), hier S. 166.

²²⁸ So auch bei der STIFTUNG WARENTEST, vgl. Stiftung Warentest (2004), S. 94 – hier zu Produkten der privaten Altersvorsorge.

²²⁹ Vgl. stellvertretend Berblinger (1996), S. 51.

²³⁰ Vgl. am Beispiel von Börseninformationsdiensten prägnant Michaelsen (2001), S. 57.

Informations- bezogene Teil- leistungen des Informations- intermediärs	Sammlung/ Bereitstellung	Sammlung/ Bereitstellung + Aufbereitung	Sammlung/ Bereitstellung + Aufbereitung + Bewertung	Sammlung/ Bereitstellung + Aufbereitung + Bewertung + Empfehlung
Beispiele	Deutsche Börse Archiv von Ge- schäftsberichten Telefonbuch	Datastream „Gelbe Seiten“	Rating- Unternehmen Stiftung Warentest	Analysten Researchbericht Makler

Ausmaß der Eingriffsintensität



Abb. 10: Teilleistungen von Informationsintermediären

Der Effizienzvorteil solcher Informationsintermediäre bei der Reduzierung vertragschädlicher Informationsgefälle kann hierbei wesentlich auf spezifische economies of scale in der Informationssammlung und -verarbeitung zurückzuführen sein. Dieser Vorteil – und damit auch die Wahrscheinlichkeit für die Entstehung von Informationsintermediären, die sich auf die Erzielung von Arbitragegewinnen richten²³¹ – wächst c.p. mit den Schwierigkeiten, genauer: den Transaktionskosten der Informationsverarbeitung²³². Angesichts der Komplexität des Gegenstandes von Versicherungsverträgen sowie der Seltenheit von Vertragsschlüssen aus Sicht individueller Nachfrager dürften gerade diese Kosten auf Versicherungsmärkten vergleichsweise hoch ausfallen und daher fruchtbaren Boden für Informationsintermediäre bereiten.

Unter bestimmten Umständen kann der Informationsintermediär eine weitere Verbesserung der Problemlösung darüber herbeiführen, dass er die Anreizsysteme oder Handlungsspielräume der Parteien verändert²³³. Je kleiner nämlich die verborgenen Handlungsspielräume bzw. Anreize zu ihrer Wahrnehmung sind, desto unproblematischer wäre die Nichtbeobachtbarkeit aus der Sicht der unter einem Informationsnachteil leidenden Vertragspartei. Zur Erfüllung dieser Funktionen benötigen Informationsintermediäre einen zuvor zu beschaffenden „Informations-Input“, den sie entsprechend aufbereiten und weiterverarbeiten²³⁴. Erst der daraus hervorgehende „Informations-Output“ könnte die vertragsschädlichen Informationsasymmetrien entscheidend mindern. Zu den

²³¹ Vgl. analog zum Versicherungsmakler als Intermediär Bosselmann (1994), S. 112.

²³² Vgl. Hänchen/v. Ungern-Sternberg (1985), bes. S. 408, 417f.; vgl. auch Heinke (1998), S. 193.

²³³ Vgl. Steiner/Heinke (1996), S. 611.

²³⁴ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 458.

Informationsintermediären, die eine solche Funktion wahrnehmen können, wären nicht zuletzt Rating-Anbieter zu zählen. Tatsächlich sind Ratings auf Teilen der Finanzmärkte entscheidender Faktor für das Zustandekommen von Kapitalüberlassungen, zum Beispiel gelten sie als unerlässlich für die Placierbarkeit von Wertpapieren wie Asset Backed Securities, deren Chance-Risiko-Positionen für einen Kapitalgeber sich typischerweise durch besonders komplexe Strukturen auszeichnen, die diverse Informationsasymmetrien enthalten²³⁵. Würde ein Informationsintermediär die – auch durch screening und signaling der Individuen nicht zu beseitigenden – Informationsasymmetrien effizient bewältigen, wäre das Zustandekommen von (hier: Versicherungs-)Verträgen nicht nur an sich gesichert, sondern allem Anschein nach auch ohne die Zuhilfenahme von anderen als *Informationsintermediären*, also insbesondere ohne Finanzintermediäre.

Damit bleibt zu fragen, warum ein Nebeneinander von Informationsintermediären und Güterintermediären (z.B. Stiftung Warentest und Lebensmitteleinzelhandel) bzw. von Informationsintermediären und Finanzintermediären (Rating-Unternehmen und Versicherungsunternehmen) sinnvoll sein kann²³⁶. Die Erklärung hierfür gründet darauf, dass Informationsintermediäre zwar *Informationsgefälle*, nicht aber die Friktionen beseitigen können, welche direkte Finanzkontrakte ebenfalls wirksam behindern. Dies gilt in besonderem Maße für die Versicherungsmärkte, die – wie gesehen – für den Risikoausgleich im großen Kollektiv eine entsprechende (Kapital-)Sammelstelle benötigen. Darüber hinaus ist auch auf Versicherungsmärkten stets nur ein unvollständiges Rating der Gesamtheit der Akteure denkbar. Hinzu kommt, dass sich – unabhängig vom formaljuristischen Rating-Auftrag einer Marktpartei an den Rating-Anbieter – mit seinem Auftreten neue Principal-Agent-Beziehungen bilden. In der Folge bleibt „[t]rotz aller *Ratings* [...] häufig eine große Unsicherheit beim Nachfrager bestehen“²³⁷. Damit aber bleiben für viele Finanzkontrakte im Allgemeinen und für die Mehrheit der Versicherungskontrakte im Besonderen trotz des Vorhandenseins von Informationsintermediären bislang Ausgestaltungen vorteilhaft, die sich *möglicherweise* auch auf Informationsintermediäre, die sich *regelmäßig* aber auf Finanzintermediäre stützen.

Folgerichtig sind die Anzeichen der eingangs behandelten Disintermediation auf Versicherungsmärkten bislang spärlich. Zwar gewinnt die Diskussion von neuen Problemlösungen für bestimmte Schadenrisiken an Gewicht, doch sind sie bislang Versicherungsverhältnissen zwischen ohnehin professionelleren Marktteilnehmern als den oben beschriebenen vorbehalten²³⁸. Eine flächendeckende Umgehung von Versicherungsintermediären auch im Versicherungsgeschäft mit privaten Kunden erscheint hingegen auf

²³⁵ Vgl. Paul (1994), S. 169; Heinke/Steiner (2000), S. 3; sowie ausführlich Partnoy (1999), S. 664 – 668.

²³⁶ Vgl. analog Skogh (2000), S. 526.

²³⁷ v. d. Schulenburg (2005), S. 332.

²³⁸ Soweit es zu einer Disintermediation von Versicherungsintermediären kommt, betrifft sie bisher vornehmlich Rückversicherungsunternehmen, vgl. als stellvertretende Einführung Heß (1998).

absehbare Zeit nicht realistisch. Anstelle ihrer *Verdrängung* dürfte hier vorerst die *Verknüpfung* von intermediärgestützten Versicherungsverhältnissen mit Kapitalmarkttransaktionen²³⁹ Potential haben.

3.2.3. Abbau von Informationsasymmetrien auf Versicherungsmärkten durch Versicherungsintermediäre

Der Markteintritt von Versicherungsintermediären bietet eine Alternative zur Überwindung von Informationsasymmetrien²⁴⁰, indem die problemursächlichen Informationsasymmetrien nicht beseitigt, sondern umgangen werden; so gesehen handelt es sich um eine Symptom- anstelle einer Ursachenkur: Das Eintreten des Versicherungsintermediärs in die Austauschverhältnisse in liquiden Mitteln ersetzt die Informationsleistungen des Informationsintermediärs. Hierbei kann es ihnen gelingen, neben vertragsschädlichen Friktionen auch die ebenso kritischen Informationsasymmetrien zu bewältigen, indem sie das Beziehungsgeflecht verändern:

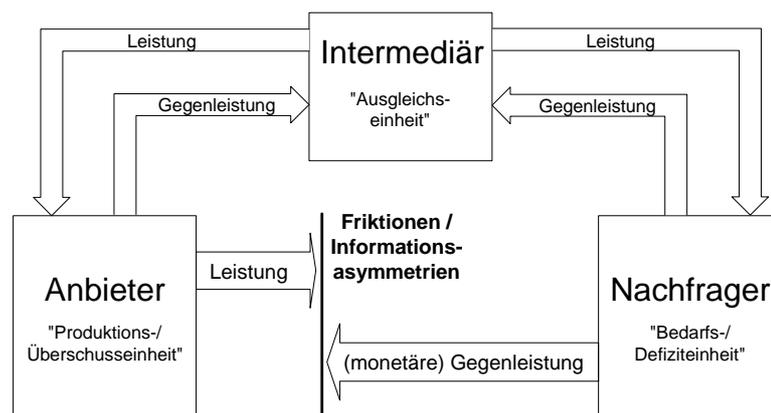


Abb. 11: Indirekte Vertragsbeziehungen durch Versicherungsintermediäre

Die zuvor verhinderten Versicherungsverträge würden auf diesem Umweg allerdings nur dann zustande kommen, wenn er Effizienzvorteile ermöglichte. Tatsächlich bieten sich einem Versicherungsintermediär anders als einem versichernden Individuum Möglichkeiten zur Realisierung der existenznotwendigen economies of diversification sowie von economies of scale/scope. Seine Spezialisierungsvorteile werden sich dabei insbesondere auf das Einholen notwendiger Informationen von Versicherungskandidaten erstrecken. Umgekehrt weiß ein Versicherungsintermediär auf dieser Basis genauer um Informationen, die er sinnvollerweise anbietet, und hat hierfür auch die notwendigen Wissens-, Mitarbeiter- und Technikressourcen. An sich bestehen Informationsgefälle aber fort, und damit auch die Gefahr von adverse selection und moral hazard. Es gibt

²³⁹ Vgl. zu Verdrängungs- und Verknüpfungsprozessen im Rahmen einer rückläufigen Bankenintermediation ausführlich Paul (1994), hier einführend S. 3f.; aktuell auch Paul (2004a), S. 62f.

²⁴⁰ Vgl. analog auch Mishkin (2006), S. 177f.

lediglich anstelle eines Auftragsverhältnisses, in dessen Rahmen sie entstehen können, derer zwei, nämlich zwischen dem Anbieter und dem Intermediär einerseits (in der folgenden Abbildung hervorgehoben) und dem Nachfrager und dem Intermediär andererseits²⁴¹. Tatsächlich stellt sich das Problem, dass mit dem Markteintritt von Intermediären die ursprünglichen Informationsasymmetrien zwar umgangen werden, an ihre Stelle indes in der Sache andere, in der Wirkung analoge treten, die das Zustandekommen der (nun indirekten) Finanzkontrakte weiterhin wirkungsvoll behindern können.

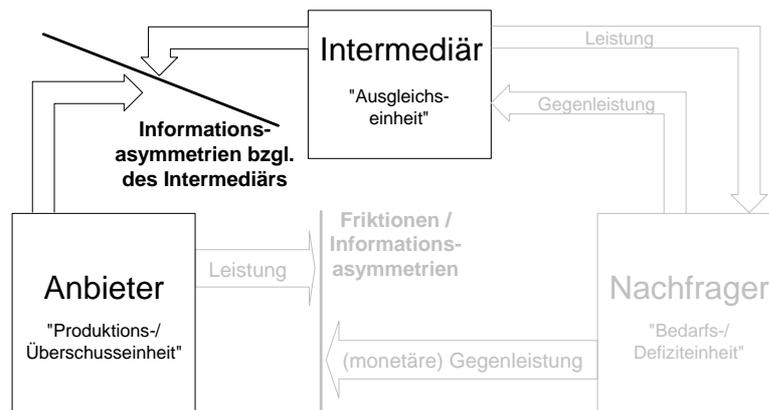


Abb. 12: Indirekte Vertragsbeziehung und Informationsasymmetrie

Die nachfolgenden Ausführungen vertiefen daher die Untersuchung von Informationsasymmetrien in intermediärsgestützten Versicherungsverträgen und werden sich dabei aus Gründen der Übersichtlichkeit auf den in der obigen Abbildung 12 hervorgehobenen Teil des Beziehungsgeflechts konzentrieren. Als „Anbieter“ wird hierbei der *von liquiden Mitteln* verstanden, sei es in der Kapitalgebereigenschaft eines Zeichners von Anleihen, die der Versicherungsintermediär emittiert, sei es in der Eigenschaft als Versicherungsnehmer, der Prämieinzahlungen im Gegenzug für ein Versprechen über bedingte Versicherungsauszahlungen²⁴² leistet. Aus Gründen der Bedeutsamkeit der letztgenannten Kapitalgebereigenschaft, aber auch zugunsten einer übersichtlichen Darstellung wird sie nachfolgend in den Mittelpunkt gestellt.

3.2.4. Kombination von Versicherungs- und Informationsintermediation

3.2.4.1. Auftragsbeziehungen mit Versicherungsintermediären

Um die Informationsprobleme zwischen Versicherungsintermediär und Versicherungsnehmer zu illustrieren, ist das zwischen ihnen bestehende Verhältnis in die vorgestellte Systematik der Theorie der Auftragsbeziehungen zu überführen. Auftragsbeziehungen zeichneten sich definitionsgemäß durch Informationsnachteile des Auftraggebers in

²⁴¹ Vgl. entlang einer alternativen graphischen Darstellung auch Heinke (1998), S. 215.

²⁴² Entsprechend der Definition der Versicherung bei Arrow (1970), S. 134.

Bezug auf den Auftragnehmer aus²⁴³, und zwar sowohl was dessen Merkmale vor Vertragsabschluss als auch dessen Absichten und Handlungen nach Vertragsabschluss betrifft. Für den Principal sind diese entscheidungsrelevanten Qualitätsmerkmale verborgen („hidden“), weswegen nach dem „Objekt des Nichtwissens“ unterschieden werden kann in

- hidden characteristics (verborgene Eigenschaften) und hidden information (verborgenes Wissen) des Agenten vor Vertragsabschluss sowie
- hidden intention (verborgene Absichten) und hidden action (verborgenes Handeln) des Agenten nach Vertragsabschluss.²⁴⁴

Versicherungsverträge sind zweiseitig verpflichtend und damit als ein Bündel aus zwei voneinander abhängigen, aber gegenläufigen Auftrags- bzw. Principal-Agent-Beziehungen interpretierbar. Bei zwei Parteien, die jeweils Informationsasymmetrien vor/nach Vertragsabschluss beachten müssen, enthalten Finanzkontrakte mithin vier Informationsprobleme. Dies gilt für einzelne Kreditverträge oder Termineinlagen im Kontext der Bankintermediation ebenso wie für einen einzigen „Versicherungsvertrag“ zwischen Versicherungsintermediär und Versicherungsnehmer²⁴⁵.

Dennoch bleibt demzufolge die Gefahr vertragsschädlicher Informationsasymmetrien dem Grunde nach bestehen: Anstelle eines bilateralen Vertrages treten nun zwei, die ihrerseits zweiseitig verpflichtend sind, also ein Bündel entgegengesetzter Auftragsbeziehungen darstellen. Obwohl es dem Intermediär regelmäßig gelingen wird, seine Informationsnachteile zu egalisieren²⁴⁶, bleiben sie für die Gegenparteien bestehen: Aus Sicht der Gegenpartei eines Intermediärs ist lediglich das Bezugsobjekt des Nichtwissens ein anderes geworden: Es fällt ihm nun (vor Vertragsabschluss wie in Bezug auf die Zeit nach Vertragsabschluss) schwer, verfügbare Intermediäre einzuschätzen²⁴⁷: Ein Privatanleger etwa, der von einem direkten Verleih seiner finanziellen Mittel an einen privaten Kreditnehmer aufgrund unüberwindbarer Friktionen und Informationsasymmetrien abgesehen hat, muss nun entscheiden, welchem Bankintermediär er ein Termingeld oder welchem Versicherungsintermediär er eine Einmaleinzahlung für eine kapitalbildende Lebensversicherung anvertrauen will, wen er also im Rahmen eines Kapitalüberlassungsvertrages beauftragen soll. Genau hierauf richten sich auch die Informationsofferten von Informationsintermediären wie Rating-Anbietern. Aus diesen Gründen wird die Behandlung auf die Fälle 3 und 4 (in Abbildung 13) konzentriert.

²⁴³ Vgl. Schneider (1995), S. 48.

²⁴⁴ Vgl. entsprechend Heinke (1998), S. 194f.

²⁴⁵ Vgl. im Überblick auch Wein (1997), S. 115.

²⁴⁶ Vgl. ausführlich Wein (1997), S. 104 – 112, im Überblick auch Horsch (2005b), S. 91 – 94.

²⁴⁷ Vgl. einführend Farny (2000), S. 108.

Informationsasymmetrie	zu Lasten des VInt	zu Lasten des VN
vor Vertragsabschluss	Fall 1 hidden characteristics/ information beim VN	Fall 3 hidden characteristics/ information beim VInt
nach Vertragsabschluss	Fall 2 hidden intention/action beim VN	Fall 4 hidden intention/action beim VInt

Abb. 13: Informationsasymmetrien auf Versicherungsmärkten

Vor Vertragsabschluss gelingt es dem Versicherungsnehmer (VN) als Principal des Versicherungsintermediärs (VInt) nur begrenzt, die gegebene

- Leistungswilligkeit (z.B. hinsichtlich des verborgenen geschäftspolitischen Charakteristikums „Grad der Kulanz“²⁴⁸) sowie
- Leistungsfähigkeit (z.B. Gefahr von Leistungsverzögerungen und -verweigerungen aufgrund unzureichender Liquiditätsausstattung)

der in Frage kommenden Agenten über die Laufzeit des Kontraktes im Allgemeinen sowie im Schadenfall im Besonderen zu bewerten²⁴⁹. Mangels Beurteilbarkeit der hier von bestimmten Anbieter- und Angebotsqualität könnten VN daher eine durchschnittliche Leistungsqualität unterstellen und ihrerseits eine Durchschnittsprämie für das zu versichernde Risiko offerieren. Diese ist vor allem für unterdurchschnittliche Anbieter attraktiv, nicht aber für „seriös kalkulierende“ VU – die vorsichtiger und damit aufwendigere Zeichnungspolitik betreiben, risikoaverser/renditeschwächer investieren sowie höhere (unverzinsliche) Liquiditätsreserven für schnelle und kulante Abwicklungen²⁵⁰ vorhalten. In der Folge kann es unter den Versicherern zu einem Prozess der adverse selection und einer entsprechenden Marktdestabilisierung kommen.

Je seltener Versicherungsfälle während der Vertragslaufzeit, desto beständiger sind Informationsasymmetrien auch *nach* Vertragsabschluss. Denn um so weniger kann der Principal VN beurteilen, wie der Agent Versicherungsintermediär mit den erhaltenen liquiden Mitteln umzugehen gedenkt (Intention) bzw. tatsächlich umgeht (Aktion), obwohl die Bedeutung dieser Information hier ansteigt (etwa bei Lebens- gegenüber Teil-kaskoversicherungen²⁵¹). Dies betrifft sowohl die Auszahlungs- (Gefahr für unberechtigte Ansprüche „verschleuderter“ Mittel) als auch die Investitionspolitik (Gefahr riskanter Anlagepolitik, etwa um hohe Leistungsversprechen zu alimentieren)²⁵². Sofern

²⁴⁸ Zur Qualitätsrelevanz der Schadenabwicklung vgl. Schlesinger/v. d. Schulenburg (1993), S. 592, 594.

²⁴⁹ So zur Zahlungsfähigkeit des Versicherungsintermediärs Bosselmann (1994), S. 101f., 126 – 128.

²⁵⁰ Vgl. zum Zusammenspiel von Schadenabwicklung und Rating einleitend Lanfermann (1998), S. 96.

²⁵¹ Vgl. Bosselmann (1994), S. 102.

²⁵² Vgl. vor dem Hintergrund der zuletzt schwierigen Lage der deutschen Lebensversicherer Horsch/Schölisch/Sturm (2003), S. 644 – 647.

ihr Vertrauen in den Versicherungsintermediär begrenzt ist, könnten VN dem auf dessen Seite bestehenden Anreiz eines leichtfertigen Umgangs mit den erhaltenen Mitteln bereits antizipativ mit reservierten Prämienofferten – oder in den Schadensparten mit der Neigung zur „ausgleichenden“ Nutzung eigener Handlungsspielräume – begegnen. In beiden Fällen verbleiben Versicherungsintermediäre umso eher als Anbieter im Markt, je stärker der problemursächliche moral hazard bei ihnen tatsächlich ausgeprägt ist, was erneut einen stabilen Versicherungsmarkt verhindert.

Insoweit könnten sich die für Versicherungsverträge zwischen Individuen skizzierten Probleme auch beim Kontrahieren mit einem Versicherungsintermediär analog wiederholen. Es gibt indes nicht nur die Handlungsalternativen screening und signaling, sondern auch andere Eigenheiten von Versicherungsmärkten, die den unerwünschten Auswahlprozessen entgegenwirken.

So sind bereits die zugrunde gelegten Annahmen zu Informationsstand und -verarbeitungskapazitäten der Akteure zu relativieren: Erstens ermöglichen Verträge mit wiederholten Schadenmöglichkeiten (z.B. Kfz-Haftpflicht) die Bildung von eigenen *Erfahrungswerten*. Hierauf basierende Erwartungen der VN können ferner durch den Rückgriff auf Wissen Dritter unterfüttert werden. Beide Formen des Wissenszuwachses aber werden ihrer Durchschnittsannahme entgegenwirken²⁵³. Zweitens: Selbst wenn zwei VN auf Basis gleichen spezifischen Wissens zu entscheiden hätten, ist die Identität ihrer Entscheidung keinesfalls zwingend: Hierfür sorgen die Unterschiede, die zwei Individuen in puncto sonstigen Wissens, Wollens und Könnens auszeichnen. In der Folge zeigen die VN uneinheitliche Urteilsfähigkeit: Anders als im Modell fallen damit die Konsequenzen, die sie aus (vermeintlich) erkannten Qualitätsunsicherheiten ziehen, nicht uniform aus, wodurch die idealtypische Negativauslese gestört wird.

Drittens könnte screening den VN ein „Asymmetriemanagement“ ermöglichen, viertens ein signaling durch den Versicherungsintermediär Abhilfe schaffen. Letzteres kann vor Vertragsabschluss insbesondere in intermediärsseitigem Streben nach Gütesiegeln oder auch in besonders transparenten Versicherungsbedingungen bestehen²⁵⁴. Vor allem aber setzen Versicherungsintermediäre auf eine *Reputationsbildung in der Zeit*, die es den Gegenparteien ermöglicht, vor Vertragsabschluss auf Ruf und Ansehen zu rekurrieren, die ein Intermediär in der Vergangenheit erworben hat, um auf dessen zukünftige Leistungsqualität zu schließen. Infolge der Besonderheiten von Versicherungsleistungen erscheinen demgegenüber die Einsatzmöglichkeiten der Kommunikationspolitik im

²⁵³ Vgl. – ausgehend von Rothschild/Stiglitz (1976) – zur Bedeutsamkeit von Lerneffekten im Rahmen mehrperiodiger Betrachtungen Zweifel/Eisen (2003), S. 320 – 328.

²⁵⁴ Vgl. Eisen/Müller/Zweifel (1990), S. 40 – 43. Als Gütesiegel kommen in diesem Kontext insbesondere Produkt-Ratings in Betracht.

Rahmen des Marketing-Mix für diese Zwecke eher begrenzt, gleichwohl wird sie neben Reputation und Preisen als Qualitätsindikator eingesetzt²⁵⁵.

Das Grundproblem des individuellen VN, nun einen Versicherungsintermediär anstelle eines Versicherung offerierenden Individuums zu „screenen“, ist bereits angesprochen worden. Es scheint zunächst dadurch gemildert zu werden, dass ihm zu diesen potentiellen Auftragnehmern sogar größere Informationsmengen in noch dazu standardisierter und insofern vergleichbarer Form zugänglich sind als zu Individuen: Schließlich müssen institutionalisierte Intermediäre diese den Marktteilnehmern im Rahmen der externen Rechnungslegung regelmäßig verfügbar machen oder offerieren sie freiwillig im Rahmen ihrer Kapitalmarktkommunikation²⁵⁶. Tatsächlich bringt dieses Mehr an Informationsmenge und -zugänglichkeit keine entscheidende Verbesserung, denn die Auswertung dieser Informationen fällt vielen Akteuren ebenfalls schwer, da ihre diesbezüglichen Fachkenntnisse und zeitlichen Ressourcen begrenzt sind. Erschwerend kommt hinzu, dass mit Informationswahlrechten immer auch Handlungsspielräume und Anreizprobleme beim Rechnung Legenden entstehen. Dadurch aber wird die Auswertung der erhältlichen Informationen entscheidend gestört²⁵⁷. Von daher läge es für den VN nahe, sich eines weiteren Spezialisten zu bedienen, der wiederum als Informationsintermediär in die Informationsströme eintritt, die die Finanzintermediäre den Marktteilnehmern zur Verfügung stellen²⁵⁸.

Nach herrschender Meinung ist im Fall 4 der vorangegangenen Abbildung 13 die Wirksamkeit marktlicher Gegenmaßnahmen am stärksten begrenzt: Die Solidität der Geschäftspolitik und Solvenz des VU zu beurteilen, sei nicht nur für VN, sondern praktisch für jeden Externen zu schwierig, da die hierfür verfügbaren Informationen – insbesondere des Jahresabschlusses nach deutschem Recht – nur von begrenzter Aussagekraft sind. Auch die Möglichkeit solvenzgerichteter Signale des VU in Form von Investitionen in Reputation oder erhöhten Eigentümer-Zuführungen, die im Insolvenzfall verlorengelassen würden, könnten letztlich nichts am Fortbestand einer fundamentalen Informationsasymmetrie zu Lasten der VN im Sinne einer „Solvenzintransparenz“ ändern²⁵⁹.

Während also die Informationsnachteile zu Lasten des Principals VU durch marktliche Handlungs- und Regelsysteme zu bewältigen sind, verbleiben nach h. M. gravierende Informationsnachteile des Principals VN vor und nach Vertragsabschluss auch dann, wenn er mit einem Versicherungsintermediär als Agent kontrahiert. Hieraus wird re-

²⁵⁵ Vgl. v. d. Schulenburg (2005), S. 332f.

²⁵⁶ Vgl. exemplarisch Sönnichsen (1992), S. 85 – 93.

²⁵⁷ Vgl. kritisch insbesondere Schneider (1997b), hier einführend S. 207, 218.

²⁵⁸ Vgl. zum Zusammenhang von unternehmerischer Kommunikationspolitik und Rating als Screening-Ersatz Heinke (1998), S. 51, 55 – 58.

²⁵⁹ Vgl. ausführlich Wein (1997), S. 112 – 114.

gemäßig die Notwendigkeit problemorientiert gestalteter Rahmenbedingungen für die Existenz funktionsfähiger Versicherungsmärkte abgeleitet. In den meisten Marktwirtschaften geschieht die Bewältigung der bei Intermediation auf Märkten für Mittelüberlassungen fortbestehenden Informationsprobleme im Allgemeinen durch die Schaffung spezieller staatlicher Aufsichtsinstitutionen²⁶⁰. Im Besonderen kann Versicherungsregulierung über die Existenz unbewältigter Informationsasymmetrien auf Versicherungsmärkten erklärt werden²⁶¹. Versicherungsregulierung wäre dann begründet durch Wirkungsdefizite der Informations- sowie der Versicherungsintermediation und wird deswegen zum Ende dieser Arbeit gewürdigt.

3.2.4.2. Auftragsbeziehungen mit Informationsintermediären

Es ist gezeigt worden, dass Versicherungsnehmer zu einer selbständigen Auswahl von Vertragspartnern eines Versicherungsverhältnisses, die ihrerseits keine Versicherungsintermediäre sind, aus verschiedenen Gründen nicht in der Lage sind: Neben Informationsasymmetrien sind dies insbesondere die hohen Kosten für die Beschaffung asymmetriemildernder Informationen. In der Folge erwies sich die Herausbildung von Informationsintermediären als wahrscheinlich²⁶². Ihre Existenzbegründung verändert sich nur graduell, wenn VN mit einem Versicherungsintermediär kontrahieren sollen.

Da Versicherungsnehmer zu einem eigenständigen screening des Agenten Versicherungsintermediär intellektuell und finanziell nur selten in der Lage sind, bieten sich unverändert (Arbitrage-)Gelegenheiten für Informationsintermediäre, die ihre Expertise nun mit Blick auf alternative Versicherungsintermediäre offerieren. Von den Spezialisten, auf die hierfür rekuriert werden kann, werden im Folgenden nur die Anbieter von Ratings betrachtet, andere Informationsintermediäre werden hingegen ausgeblendet²⁶³. Auch mit diesen Informationsintermediären aber werden die Principal-Agent-Beziehungen um einen weiteren Akteur und entsprechend neue Informationsasymmetrien und Anreizeffekte erweitert. Dies geschieht in der Hoffnung, dass Rating-Anbieter – soweit ihnen die Beobachtung und Beurteilung der beschriebenen Handlungsspielräume möglich ist – hinsichtlich der Informationsvorteile des Versicherungsintermediärs vor als auch nach Vertragsabschluss, einen entscheidenden Beitrag zum Abbau vertragsschädlicher Informationsasymmetrien leisten.

²⁶⁰ Vgl. zu Finanzdienstleistungsmärkten generell Mishkin (2006), S. 182.

²⁶¹ Vgl. dahingehend zur Regulierung der Versicherungswirtschaft Hellwig (1988), S. 1065; v. d. Schulenburg (1988), S. 1272; sowie ausführlich Zweifel/Eisen (2003), S. 347 – 377.

²⁶² Ausführlich über „Externe Berater als Instrumente zum Abbau unvollständiger Information“ vgl. v. d. Schulenburg (1993), S. 543f.

²⁶³ Analog könnte ein Rückgriff auf die Informationsangebote von Verbraucherverbänden und insbesondere von (unabhängigen) Maklern erfolgen, vgl. hierzu ausführlich Bosselmann (1994), hier einführend S. 1 – 5, sowie ebda., S. 116, für einen Überblick zu den möglichen Maklerfunktionen. Vgl. mit Blick auf kritische Anreizeffekte auch Aschenbrenner-von Dahlen/Napel (2004), S. 75f., 88f.

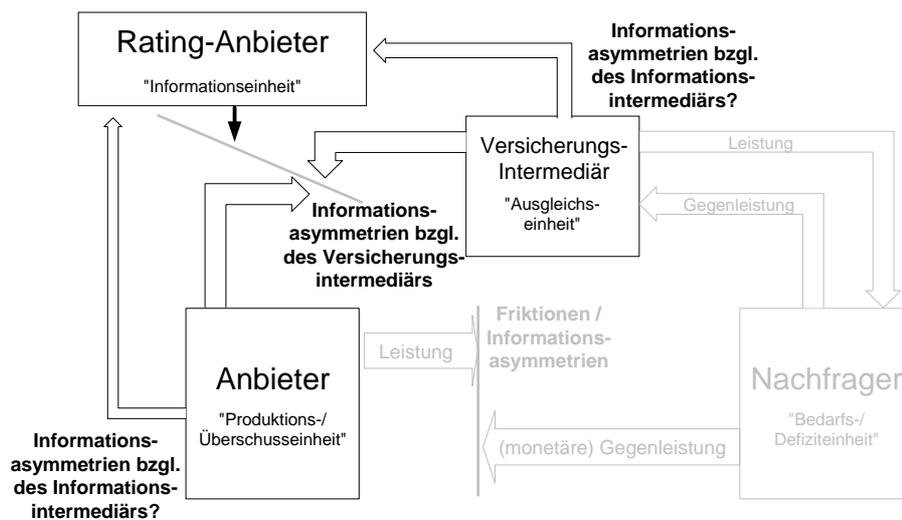


Abb. 14: Versicherungs- und Informationsintermediation

Abstellend auf das Vorhandensein ausnutzbarer Wissensvorsprünge lassen sich analog dem bisher Gesagten die Beziehungen zwischen

- Rating-Anbieter und Versicherungsintermediär als Kapitalnehmer,
- Rating-Anbieter und Versicherungsnehmer (und anderen Kapitalgebern)

als Principal-Agent-Beziehungen auffassen²⁶⁴ und analysieren, die infolge des Markteintritts eines Informationsintermediärs in Form eines Rating-Anbieters zur bisherigen Konstellation der Marktakteure zusätzlich entstehen. In ökonomischer Sichtweise wären sie dabei als Bündel von wiederum jeweils zwei kombinierten, gegenläufigen Principal-Agent-Verhältnissen zu interpretieren. Im Rahmen einer vollständigen Analyse wäre also die Systematik der Abbildung 13 jeweils analog auf die beiden vorgenannten Beziehungen anzuwenden, an dieser Stelle kann sie sich hingegen darauf beschränken, die wichtigsten, da problematischsten Teilbeziehungen aufzuzeigen.

Ausgehend von den Informationsnachteilen Externer gegenüber einem Versicherungsintermediär vor wie nach Vertragsabschluss war die grundsätzliche Möglichkeit einer Abhilfe durch screening durch den VN aufgezeigt worden. Hierfür ergaben sich indes enge Grenzen aufgrund der Eigenheiten der Versicherungsintermediäre bzw. -leistungen wie auch ihrer Gegenparteien. Ausgehend von der mangelnden Effektivität und Effizienz individueller Bewertungsanstrengungen steigt der Anreiz, Rating-Anbieter mit einem screening zu beauftragen²⁶⁵. Obwohl auch ein Rating-Anbieter seinerseits (ausnutzbare)

²⁶⁴ Dies entspricht der auf Wissensvorsprünge abstellenden Eingangsdefinition; nach Maßgabe anderer Begriffsabgrenzungen wäre möglicherweise anders zu urteilen; für deren kritische Diskussion vgl. Schneider (1995), S. 47 – 52; sowie ausführlich Meinhövel (1999), S. 7 – 20.

²⁶⁵ Vgl. Steiner/Heinke (1996), S. 618; zu den Effizienzvorteilen eines beauftragten Spezialisten vgl. auch Aschenbrenner-von Dahlen/Napel (2004), S. 81f.; Brealey/Myers/Allen (2006), S. 816; sowie illustrativ Partnoy (1999), S. 683f.

Wissensvorsprünge gegenüber den VN als Gegenpartei des Versicherungsintermediärs besitzen dürfte, liegt eine „Auftragsbeziehung“ zwischen beiden primär in ökonomischer Perspektive vor: Der vom VN an den Rating-Anbieter gerichtete (implizite) Auftrag lautet, ein möglichst objektiv richtiges Urteil über den Versicherungsintermediär abzugeben. Problematisch zu bewerten wäre daher, wenn nicht nur Anreize für den Rating-Anbieter existierten, von diesem Auftrag zu Lasten des VN abzuweichen, sondern auch Informationsasymmetrien, die ihm dies im Verborgenen gestatten würden. Vor diesem Hintergrund zeigt sich eine erneute Verschiebung des Informations- und Überwachungsproblems, denn der Versicherungsnehmer muss nun nicht (nur) einen Versicherungsintermediär, sondern (auch) einen Informationsintermediär auswählen²⁶⁶.

Entsprechende Anreize könnten zunächst aus den Leistungseigenschaften von Ratings hergeleitet werden: Aufgrund der auch hier überwiegenden Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften folgt für jeden Newcomer ein *Reputationsdilemma*, das eine erhebliche Markteintrittsbarriere darstellt²⁶⁷. Sofern ausreichende Nachfrage nach Ratings besteht, sinkt hinter hohen Markteintrittsbarrieren für neue Anbieter die Gefahr für etablierte Anbieter, für unzutreffende Urteile sanktioniert zu werden – und damit auch der Anreiz, eine hohe Qualität ihrer Informationsdienstleistungen zu gewährleisten²⁶⁸.

Weitere Anreize, den Informierungsauftrag gegenüber den Kapitalgebern nur unvollkommen zu erfüllen, können aus dem Verhältnis zwischen Kapitalnehmer und Rating-Anbieter resultieren, sobald diese Principal-Agent-Beziehung ein Entlohnungselement enthält. Denn dann könnten gewinnorientierte Rating-Anbieter – genauer: ihre Mitarbeiter – mit dem Blick auf Folgeaufträge oder aktuell gewährte Privilegien besonders leicht dahingehend beeinflussbar sein, unangemessen *wohlwollenden* Urteilen zuzuneigen²⁶⁹. Analog umgekehrt sind Anreize denkbar, aufgrund reputationsbezogener Risikoaversion oder zur Ausübung von Druck auf den Kapitalnehmer unangemessen *negative* Urteile zu formulieren²⁷⁰.

Im Gegensatz zu diesen durchaus problematischen Anreizen für den Rating-Anbieter, die Interessen der sie implizit beauftragenden, informationsinteressierten VN zu verlet-

²⁶⁶ Vgl. analog zur Maklerwahl durch Versicherungsnehmer Bosselmann (1994), S. 137.

²⁶⁷ Vgl. Partnoy (1999), S. 634f., White (2002), S. 53f. Diese Anschauung wird nicht zuletzt durch die Realität der Kapitalmärkte unterstützt: Gerade Europa steht eher für eine Reihe erfolgloser Markteintrittsversuche neuer Rating-Anbieter – und auch der letzte Weltmarkt-Newcomer FitchIBCA ist aus der Fusion zweier ursprünglicher Anbieter entstanden, dessen Bedeutungszuwachs zudem mit seiner Spezialisierungsstrategie zu erklären ist. Vgl. aber auch Heinke/Steiner (2000), S. 4f.; sowie ausführlich die folgenden Kapitel 5 und 6 zum ursächlichen Problem der Markteintrittsbarrieren.

²⁶⁸ Vgl. ausführlich Heinke (1998), S. 222f.

²⁶⁹ Vgl. Steiner/Heinke (1996), S. 619. Analog lassen sich Anreize für Anbieter von Länderratings ableiten, bei der Bewertung von den Staaten wohlwollend zu verfahren, in denen sie zukünftige Niederlassungs- oder Konzessionierungsinteressen haben.

²⁷⁰ Vgl. m.w.N. Heinke (1998), S. 218f.

zen, sind spiegelbildlich ausnutzbare Wissensvorsprünge der VN gegenüber dem Informationsintermediär aus der Natur der Sache heraus eher ein Sonderfall. Ohnehin werden Ratings von ihren Anbietern als *Meinungsäußerung*, nicht als Empfehlung gekennzeichnet²⁷¹. Damit wird Haftungsansprüchen generell der Boden entzogen – und speziell solchen, die auf wissentlicher Falschanwendung im Sinne des moral hazard beruhen. Von weit größerer Bedeutung sind demgegenüber die zwischen Versicherungs- und Informationsintermediär bestehenden Principal-Agent-Verhältnisse.

Zunächst liegt hierin regelmäßig die *formaljuristische Auftragsbeziehung*: Der Kapitalnehmer, hier der Versicherungsintermediär, beauftragt den Rating-Anbieter mit der Erstellung des Ratings. Auf der anderen Seite agiert der Versicherungsintermediär auch insofern als Principal, als der Informationsgehalt des Ratings maßgeblich von der Informations- und sonstigen Kooperationsbereitschaft des Bewerteten gegenüber dem Rating-Anbieter und der Integration dieses externen Faktors abhängt²⁷². Ein Versicherungsintermediär könnte daher daran interessiert sein, vor allem positive Informationen weiterzugeben, negative hingegen zu verbergen, um das Rating-Urteil in seinem Sinne zu beeinflussen²⁷³. Trifft aber ein Rating-Anbieter sein Urteil auf einer insoweit unvollständigen und unrichtigen Informationsbasis, steigt für ihn das Risiko, dass seine eigene, *existenznotwendige Reputation*, die er mit der Erteilung des Ratings festigen will²⁷⁴, Schaden nimmt. Analoges gilt hinsichtlich der Gefahr, auf juristischem Wege für vorwerfbares Verhalten sanktioniert zu werden²⁷⁵. Er hat von daher das denkbar größte Interesse, keine relevanten Informationen vorenthalten zu bekommen. Die Durchsetzbarkeit dieses Anspruchs ist zwar auch juristisch – nämlich durch die Bestimmungen des Auftragsverhältnisses – bestimmt, vor allem aber ökonomisch: durch das Machtverhältnis zwischen Rating-Anbieter und Versicherungsintermediär²⁷⁶.

Letztlich ist ein Blick auf die Informationsvorteile des Rating-Anbieters gegenüber dem beauftragenden Versicherungsintermediär zu werfen, denn auch für Ersteren sind „the temptations for moral hazard or opportunistic behavior [...] constantly present“, wenn gleich „their institutional concerns about their long-run reputations have been sufficiently strong so as to keep the moral hazard tendencies in check.“²⁷⁷ Unter die denkbaren

²⁷¹ Exemplarisch Riehle (1968), S. 73: „ratings are opinions and opinions in and of themselves are controversial“. Vgl. ferner Belkaoui (1980), S. 45.

²⁷² Vgl. Everling/Heinke (2001), Sp. 1757f.

²⁷³ Vgl. ausgesprochen illustrativ Partnoy (1999), S. 675f.

²⁷⁴ Gleichzeitig setzt er sich mit jedem neuen Urteil erneut dem Reputationsrisiko aus unzutreffenden Bewertungen aus, vgl. Steiner/Heinke (1996), S. 621.

²⁷⁵ Vgl. Cantor/Packer (1994), S. 4.

²⁷⁶ Die Marktposition der etablierten Rating-Anbieter erhöht zwar ihre Verhandlungsmacht, doch fällt die der Versicherungsintermediäre im Marktvergleich ebenfalls beachtlich aus. Vgl. hierzu aktuell und m.w.N. Micu/Remolona/Woolridge (2004).

²⁷⁷ White (2002), S. 50. Vgl. analog auch Partnoy (1999), S. 633f.

Probleme fallen Verletzungen von Vertraulichkeitspflichten, insbesondere aber Rating-Urteile, die der Informationsbasis nicht angemessen sind. Dem kann zwar erneut durch screening gegengesteuert werden, insbesondere dadurch, dass der *Auftraggeber* der Veröffentlichung zustimmen muss. Der Wert dieser Erlaubnisoption sinkt allerdings, wenn davon auszugehen ist, dass ihre Wahrnehmung öffentlich wird und als Signal für eine – tendenziell schlechte – Bonität des Auftraggebers interpretiert wird. Noch problematischer erscheinen schließlich nicht-beauftragte, so genannte „unsolicited ratings“. Um solche – keinen Zustimmungsvorbehalt enthaltende – handelt es sich aber bislang bei der Mehrzahl der Versicherungs-Ratings auf dem deutschen Markt²⁷⁸. Insofern wäre dieser Rating-Teilmarkt übermäßig mit Principal-Agent-Problemen belastet.

Aus den geschilderten Problembereichen heraus werden schließlich Problemkreise erklärlich, die den zeitlichen Kontext von Ratings bzw. ihren Änderungen betreffen:

1. In dem Maße, in dem Kapitalgeber – hier also VN – davon ausgehen, dass Kapitalnehmer – hier: Versicherungsintermediäre – verborgene Handlungsspielräume gegenüber einem Rating-Anbieter wahrnehmen, diese also ihre Urteile auf unzureichender Informationsbasis treffen, werden die Renditeforderungen der Kapitalgeber an den Kapitalmärkten sich veränderten Chance/Risiko-Positionen eines Versicherungsintermediärs schneller anpassen als es dessen Ratings tun. Es kommt damit zu einem „Hinterherhinken“ der Expertenurteile in der Zeit²⁷⁹.
2. Wenn Kapitalgeber umgekehrt Ratings ein besonders hohes Gewicht zumessen, da sie darauf vertrauen, dass der Rating-Anbieter seine Position dazu nutzen konnte, möglichst zutreffend informiert zu werden und auf dieser Basis ein nicht minder zutreffendes Urteil gefällt hat, werden sie besonders sensibel auf Ratings und ihre Änderungen reagieren. Diese Reaktionsempfindlichkeit kann dann in eine *Prozyklizität* von Ratings²⁸⁰ umschlagen. Je stärker diese Sensibilität ausgeprägt ist, desto größer ist auch die Gefahr, dass eine schwierige Situation für das kapitalnehmende Versicherungsunternehmen durch ein hierauf Bezug nehmendes Rating verschärft oder im schlimmsten Fall sogar erst erzeugt wird²⁸¹. Auf diese Weise kann sich aus einer Rating-Abstufung eine self fulfilling prophecy entwickeln, wie auch die nachfolgende Abbildung verdeutlicht.

²⁷⁸ So für Standard & Poors's aktuell Hinrichs (2004). Zum Zustimmungsvorbehalt vgl. Everling/Heinke (2001), Sp. 1759.

²⁷⁹ Vgl. zu diesem „lagging“ bereits Pinches/Singleton (1978); darüber hinaus ausführlich Macey (2002), S. 143 i.V.m. den dort genannten Quellen; sowie insbesondere Altman/Bharath/Saunders (2002), hier S. 910 („inherently lagging nature of agency ratings“); Altman/Saunders (2002), bes. S. 102f.

²⁸⁰ Vgl. für eine ausführliche Diskussion Amato/Furfine (2003), sowie vor dem Hintergrund aktueller Finanzmarktentwicklungen Maddaloni/Pain (2004), bes. S. 7, 39, 43.

²⁸¹ Vgl. zu (insbesondere negativen) Kurseffekten veränderter Bond-Ratings m.w.N. Heinke/Steiner (2000), S. 147 – 150; Maddaloni/Pain (2004), S. 22.

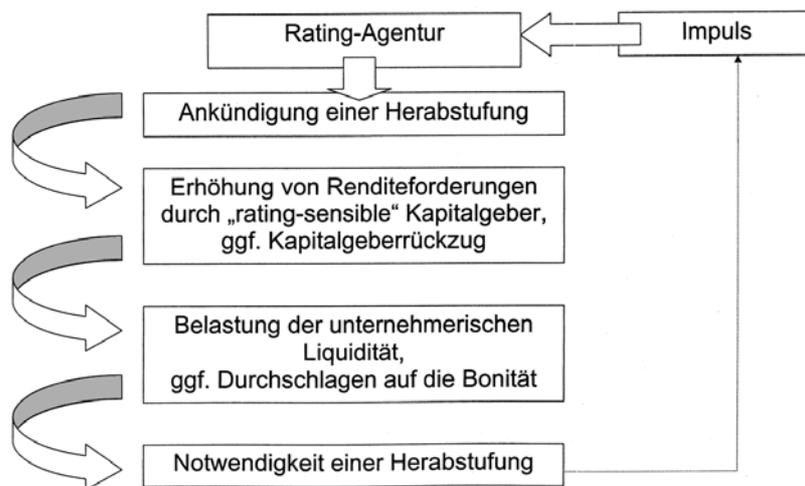


Abb. 15: *Signalwirkung von Ratingveränderungen*²⁸²

Daneben sind weitere rating-induzierte Anomalien denkbar, die aus irrationalem Kapitalgeberverhalten, aber auch aus Regulierungsspezifika folgen können²⁸³.

Die mit dem Auftreten von Informationsintermediären neu entstehenden Informationsasymmetrien sind insoweit nicht zwingend eine vernachlässigbare Randerscheinung, sondern können von durchaus beachtlichem Problemgehalt sein. Gleiches gilt analog für die Informationsasymmetrien innerhalb der Beziehungen mit Versicherungsintermediären. Gleichwohl haben sich die Institutionen der Versicherungs- wie der Informationsintermediäre im Spiel der Marktkräfte nicht nur entwickelt, sondern besetzen heute wichtige Rollen an den (Finanz-)Märkten. Die Erhaltung dieser Institutionen belegt, dass auf den (Versicherungs-)Märkten der Gegenwart die Vorteile der Versicherungsintermediation wie der Informationsintermediation durch Rating-Anbieter höher gewichtet werden als die Vorteile einer intermediärsfreien Welt.

Insbesondere ist nicht zu erkennen, dass der Abbau von Informationsasymmetrien, so weit er durch Informationsintermediäre erfolgen kann, das Markthandeln von Versicherungsintermediären in absehbarer Zeit überflüssig machen könnte. Trotz ihrer Informationsangebote dürfte die ARROWS Modellierungen zugrunde liegende Voraussetzung daher bis auf weiteres unerfüllt bleiben, Versicherungsnehmer seien „able to distinguish qualities of the commodities they buy.“²⁸⁴

²⁸² Quelle: Horsch/Bonn (2005), S. 284. Vgl. einführend auch Sönnichsen (1996), S. 442f.; Macey (2002), S. 143.

²⁸³ Vgl. ausführlich Heinke (1998), S. 246 – 255.

²⁸⁴ Arrow (1963), S. 956. Vgl. analog Mishkin/Eakins (2006), S. 33; speziell zur Urteilsfähigkeit der Kunden von Bankintermediären vgl. ferner Mishkin (2006), S. 264.

4. Zwischenergebnis

Sowohl das Angebot von Versicherungsleistungen durch Versicherungsintermediäre als auch das von Ratings durch Informationsintermediäre stellen auf den Märkten für die Überlassung liquider Mittel reale und bedeutsame Phänomene dar. Ausgehend von dieser einfachen Feststellung ist zunächst gezeigt worden, welche Eigenheiten die Leistungen dieser Institutionen auszeichnen, und warum gerade sie es sind, die diese Leistungen anbieten.

Die Darstellung setzte dazu an der Erkenntnis an, dass die Gegebenheiten „idealer“ Märkte der neoklassischen Theorie keinerlei Fundament für die Analyse von Ratings auf Versicherungsmärkten liefern, da auf ihnen für Intermediäre in keiner Form Platz ist. Erst wenn ungleichgewichtige und *unvollkommene* Märkte betrachtet werden, macht auch die Untersuchung von Intermediären Sinn, denn gerade aus diesen Marktunvollkommenheiten in Form von *Transaktionskosten* und *Informationsasymmetrien* lässt sich für sie eine Existenzberechtigung ableiten. Im Rahmen einer auf Transaktionskosten im eigentlichen Sinne sowie Informationsasymmetrien (und dadurch bedingte zusätzliche Transaktionskosten im weiteren Sinne) basierenden Analyse wurde zunächst gezeigt, dass die durch einen Intermediär wahrnehmbaren Chancen darin liegen, eine effektive und effiziente Lösung für das Zustandekommen von Versicherungsverträgen zu bieten.

Effizienzvorteile von Intermediären bei der Bewältigung dieser Marktunvollkommenheiten bieten ihnen indes bei genauerem Hinsehen nur eine Gelegenheit zur Existenz. Ob diese Gelegenheit tatsächlich wahrgenommen wird, hängt hingegen davon ab, inwieweit Marktteilnehmer entsprechende *Unternehmerfunktionen* ausüben. Denn zur Begründung einer Institution Intermediär wird es nur dann kommen, wenn vorgenannte Effizienzvorteile nicht nur existieren, sondern auch von unternehmerischen Akteuren entdeckt und für ausnutzenswert erachtet werden. Kommt es in der Folge zur Gründung und Erhaltung von Versicherungsintermediären und/oder Informationsintermediären, existieren die hierfür maßgeblichen Marktunvollkommenheiten gleichwohl fort: Auch bei einem Markthandeln von Intermediären sind Transaktionskosten und Informationsasymmetrien zu verzeichnen und zu bewältigen. Allerdings gelingt dies nach dem Markteintritt der Intermediäre auf ökonomisch effizientere Weise als zuvor.

Grundsätzlich wäre denkbar, dass Versicherungsmärkte allein mit dem Markteintritt von Informationsintermediären Funktionsfähigkeit erlangen. Tatsächlich gelingt der nötige Abbau von Informationsasymmetrien auf diese Weise nicht, so dass Versicherungsmärkte in erster Linie durch Versicherungsintermediäre geprägt sind, während Informationsintermediären bislang eher eine ergänzende Rolle zukommt. Diese Rollenverteilung erklärt sich indes vor den aktuellen Marktgegebenheiten und ist keinesfalls zwingend stabil. Von zusätzlichem Einfluss sind die Marktrahmenbedingungen, wie sie insbesondere durch die (staatliche) Regulierung von Versicherungsmärkten definiert

sind. Mit den bisher betrachteten Versicherungsintermediären und Informationsintermediären wurden dezidiert Problemlösungen in Form von Institutionen betrachtet, die auf unternehmerischem Fundament ruhen. Auch diese Herangehensweise lässt sich eine gewisse Idealisierung insoweit zu Schulden kommen, als dem marktwirtschaftlichen Prinzip getreu von staatlichen Interventionen abstrahiert worden ist. Jedoch ist nicht zu verkennen, dass von staatlicher Seite „am Markt teilnehmende“ Akteure die erwähnten Transaktionskosten und Informationsasymmetrien als Begründung für eigenes marktbezogenes Handeln heranziehen können: Solange keine Informationsasymmetrien auf einem Markt existieren, fehlt auch Regulierungen zugunsten eines Gläubigerschutzes die entscheidende Grundlage, denn bei „unseriös kalkulierenden“ Versicherungsintermediären würden Versicherungsnehmer dann gar nicht erst abschließen. Ist eine solche Fehlentscheidung aufgrund von Wissensgefällen hingegen im Bereich des Möglichen, bietet sie auch einen Anknüpfungspunkt für staatliche Regulierung.

Hiergegen gerichtete Einwendungen aus marktwirtschaftlicher Perspektive hängen davon ab, ob, wie begründet, wo und wie diese Intervention stattfindet: Der staatliche Umgang mit Unvollkommenheiten auf Versicherungsmärkten könnte vom Nichtstun (*laissez-faire*) bis hin zur vollständigen Annektion (staatlicher Versicherungsmonopolist) reichen. Zwischen diesen Begrenzungen des Möglichkeitsbereichs liegen zahlreiche Abstufungen, deren Varianten sich im vorliegenden Kontext vor allem anhand der gewählten Interventionsinstrumente (staatliche Gebote, staatliche Verbote, staatliche Aufsicht in verschiedenen Ausprägungen, staatliches Konkurrenzangebot) und –anknüpfungspunkte (Versicherungsintermediäre, Informationsintermediäre) differenzieren lassen.

Bevor auf die Möglichkeiten und Grenzen staatlicher Eingriffe in das Rating auf Versicherungsmärkten eingegangen werden kann, sind aber die besagten Marktgegebenheiten zu beschreiben. Hierfür wird nachfolgend an den wichtigsten Akteuren, den zwischen ihnen bestehenden (Auftrags-)Beziehungen und den von ihnen ausgeübten Funktionen angesetzt (Kapitel 5). Im Anschluss daran kann abschließend geprüft werden, ob eine Bewertung von Informationsangeboten durch einen (staatlichen) Regulierer denkbar erscheint – und wie von hierher die Regulierung von Versicherungsintermediären und Informationsintermediären ökonomisch zu bewerten ist (Kapitel 6).

5. Versicherungsunternehmen und Rating

5.1. Hintergründe

5.1.1. Agency-Beziehungen als theoretischer Ausgangspunkt

Von den denkbaren „Handelsobjekten“ eines Intermediärs wurden für diese Arbeit liquide Mittel sowie Informationen in den Mittelpunkt gestellt. Hierbei zeigte sich, dass Verträge über die Überlassung liquider Mittel in besonderem Maße durch Informationsgefälle gekennzeichnet sind, denen mittels der Marktleistungen von Informationsintermediären, Versicherungsintermediären oder einer Kombination von beiden gegengesteuert werden kann. In diesem Kontext zeigte sich, dass Informations- und Anreizprobleme durch die Einschaltung von Intermediären nie gänzlich eliminiert, sondern bestenfalls gemindert werden können. Inwieweit das gelingt, hängt innerhalb des „maze of institutions and complex of processes which make up economic life“²⁸⁵ im Allgemeinen und des komplexen Systems der Märkte für Versicherungsleistungen im Besonderen²⁸⁶ von zahlreichen Einflussfaktoren ab.

Die theoretischen Ausführungen der Vorkapitel werden nachfolgend an der realen Situation deutscher Versicherungsmärkte gespiegelt. Analog dem bisherigen Vorgehen stehen dabei weiterhin die für das Rating auf Versicherungsmärkten maßgeblichen Akteure, die zwischen ihnen bestehenden (Vertrags-)Beziehungen, die hierin liegenden Informationsgefälle sowie die dadurch bewirkten Anzeizeffekte im Mittelpunkt, wofür die Theory of Agency nutzbar gemacht wird, indem die zwischen den Akteuren bestehenden Beziehungen als (*ökonomische*) *Auftragsbeziehungen* interpretiert werden. In einer engen Abgrenzung waren Agency- als Vertragsbeziehungen zwischen einem Auftraggeber und einem Beauftragten verstanden worden, in deren Rahmen sich der Beauftragte (Agent) zur Erfüllung eines Auftrags gegenüber dem Auftraggeber (Principal) verpflichtet, wofür ihm der Anspruch auf eine Gegenleistung zusteht²⁸⁷. Selbst bei Konzentration auf Versicherungsintermediäre, Informationsintermediäre und Versicherungsnehmer als zentrale Akteure auf Versicherungsmärkten ergaben sich drei Verhältnisse mit jeweils zwei gegenläufigen Auftragsbeziehungen. Die Anzahl der relevanten Beziehungen vervielfacht sich dadurch, dass auf realen Versicherungsmärkten weitere Marktteilnehmer auftreten und Funktionen in Bezug auf Ratings übernehmen können. Die dadurch entstehenden Auftragsverhältnisse unterscheiden sich allerdings erheblich darin, ob sie nach juristischem und/oder ökonomischem Verständnis vorliegen und wie stark sie ausgeprägt sind. Insofern ist das vorstehende Begriffsverständnis weit auszule-

²⁸⁵ Shubik (1975), S. 283.

²⁸⁶ Vgl. für eine praxisbezogene Bestandsaufnahme etwa Farny (1992).

²⁸⁷ Vgl. auch Meinhövel (2005), hier S. 67, und die dortigen Nachweise.

gen, so dass es nicht nur zweiseitige Verträge als Kombination gegenläufiger Auftragsbeziehungen auffasst, sondern auch Verhältnisse einschließt, denen nur „implizite“ Aufträge zugrunde liegen, denen es also an bestimmten Merkmalen einer idealtypischen Agency-Beziehung mangelt. Das weiteste Begriffsverständnis, wonach eine Agency-Beziehung immer dann vorliegt, „whenever one individual depends on the action of another“²⁸⁸ wird dennoch nicht erreicht, denn in einer funktionsorientierten Perspektive kann auf die Marktteilnehmer fokussiert werden, welche die *Funktionen* von

- Initiatoren,
- Produzenten oder
- Interessenten/Nutzer

von Ratings auf Versicherungsmärkten übernehmen.

Diese Dreiteilung ist deswegen erforderlich, weil sich die bisher benutzten Bezeichnungen des Anbieters und Nachfragers im Kontext von Ratings auf Versicherungsmärkten zu wenig trennscharf zuordnen lassen. Vielmehr können die Marktteilnehmer unterschiedliche Ansprüche aneinander und insbesondere an einen Informations- oder einen Versicherungsintermediär richten und aus dieser Motivation heraus unterschiedliche Rollen besetzen: Für ein Rating im Sinne eines Leistungsergebnisses lassen sich zunächst verschiedene *Interessenten/Nutzer* denken²⁸⁹. Offen bleibt indes zunächst, ob ihr Interesse so weit geht (und ihre dafür nutzbaren Durchsetzungsmöglichkeiten so weit reichen), dass sie eine Inangsetzung des vorausgehenden Leistungserstellungsprozesses bewirken können. Nur Marktteilnehmer, denen dies gelingt, können *Initiatoren* von Ratings sein. Und zuletzt stellt sich für sie die Frage, wer diesen Prozess mit wessen Potential realisiert, welcher *Produzent* das gewünschte Leistungsergebnis also hervorbringt. Bereits die Rolle des Initiators könnten grundsätzlich verschiedene Akteure besetzen, tatsächlich wird sie aber nur von ganz bestimmten übernommen. Ähnliches gilt für die Rolle des Produzenten, die insbesondere von Informationsintermediären wie Rating-Unternehmen, aber auch von anderen Akteuren wahrgenommen werden kann.

Demnach agiert ein Initiator als „Nachfrager von Prozess und Ergebnis“ sowie als „expliziter Auftraggeber an den Produzenten“; der Produzent, welcher auf Basis des verfügbaren Potentials einen Raterstellungprozess durchführt und mit einem Ratergebnis abschließt, hingegen als Anbieter bzw. Auftragnehmer. Hinzu treten Interessenten als reine „Ergebnisnachfrager“ sowie „implizite Auftraggeber an den Produzenten“, da sie ihn lediglich in ökonomischer (agencytheoretischer) Hinsicht beauftragen²⁹⁰, oh-

²⁸⁸ Pratt/Zeckhauser (1985), S. 2.

²⁸⁹ Diese werden auch von Sönnichsen (1992), S. 140 – 147; sowie Lanfermann (1998), S. 31 – 42; vergleichsweise ausführlich behandelt.

²⁹⁰ Zu den einschlägigen Agency-Problemen zwischen Rating-Unternehmen und Kapitalgebern vgl. das vorangegangene Kapitel 3.2.4.2 sowie ausführlich Heinke (1998), S. 219 – 227.

ne dass es zwischen ihnen zu einer konkreten Geschäftsbeziehung kommt – was sich auch in einer anderen Zahlungsbereitschaft im Vergleich zum Initiator manifestiert.

Um die Grundgesamtheit derer zu gliedern, die nachfolgend als denkbare Initiatoren, Produzenten und Interessenten zu untersuchen sind, kann zunächst am Begriff des *Stakeholders* angeknüpft werden. In einem weiten Begriffsverständnis werden hierunter „any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization’s objectives“²⁹¹ gefasst. Die Schwierigkeit dieser Definition wird unmittelbar erkennbar, auf dieser Basis die Stakeholder eines Unternehmens zu einem Zeitpunkt (und erst recht für einen Zeitraum) einzugrenzen – schließlich gilt die Stakeholder-Eigenschaft als dynamisch und veränderlich²⁹² –, jedoch kann sie an dieser Stelle in den Hintergrund treten. Zweckmäßig erscheint hier eine Eingrenzung auf die Kapitalgeber, Kunden und Mitarbeiter als wichtigste *Vertragspartner* eines Versicherungsintermediärs sowie den Staat und die „Öffentlichkeit“ als Inhaber hoheitlicher sowie „gesellschaftlicher“ Ansprüche. Zunächst können die wichtigsten Stakeholder eines Versicherungsintermediärs damit wie folgt unterschieden werden²⁹³:

- Eigenkapitalgeber
- Versicherungsnehmer
- Sonstige Gläubiger
- Versicherungsgeber/Rückversicherer
- Management
- Sonstige Mitarbeiter
- Sonstige Intermediäre
- Staat
- Öffentlichkeit

Während die globale Stakeholderdefinition bereits ein Eingrenzungsproblem offenbarte, zeigt sich spätestens hier auch ein Abgrenzungsproblem: Zwischen den aufgezählten Gruppierungen sind Überschneidungen nicht selten, wie bereits am Beispiel der Eigentümer-Versicherungsnehmer des VVaG oder des Belegschaftsaktionärs deutlich wird. Der Stakeholder-Ansatz eignet sich schon deswegen nicht als konzeptionelle Basis der folgenden Betrachtungen. Unabhängig davon lässt sich so die Vielschichtigkeit der Ge-

²⁹¹ Freeman (1984), S. 46. Vgl. demgegenüber das abweichende Verständnis des Stakeholders als Mehrheitseigentümer bei Maddaloni/Pain (2004), bes. S. 32 – 35.

²⁹² Vgl. in Übereinstimmung mit dem vorgenannten FREEMAN auch Mitchell/Agle/Wood (1997), bes. S. 868, 882.

²⁹³ Vgl. mit anderer Systematik auch Sönnichsen (1996), S. 437f.; ausführlich, aber mit anderem Oberbegriff ferner Farny (2000), S. 99 – 105.

samtheit an Marktteilnehmern verdeutlichen, welche in der Funktion des Initiators, Produzenten und Interessenten beim Rating auf Versicherungsmärkten grundsätzlich denkbar bzw. wiederfindbar sind.

Die Funktionsausübung wird nicht zuletzt davon bestimmt, um welche *Art von Rating* auf Versicherungsmärkten es sich im konkreten Fall handelt. Aus diesem Grund wird nachfolgend zunächst eine kurze Unterscheidung vorgenommen.

5.1.2. Objekte und Arten von Versicherungsratings

Für die Zwecke der Vorkapitel waren Ratings zunächst als *Expertenschätzungen* definiert worden, die in Form von „Noten“ die Qualität eines Untersuchungsobjektes bewerten. Intermediäre, die sich auf die Erstellung und Vermittlung von Informationen dieses Typs spezialisiert haben, bilden sich heraus, wenn Marktteilnehmer unternehmerische Chancen in der darin liegenden Überwindung bzw. Milderung von *Informationsgefällen* erkennen. Angesichts besonders ausgeprägter Informationsasymmetrien zwischen Kontraktpartnern bestehen auf Märkten für die Überlassung liquider Mittel besonders starke Anreize, auf Ratings zurückzugreifen. Die Expertenschätzungen liefern hier insbesondere dem unter Informationsnachteilen leidenden Kapitalgeber eine verbesserte Möglichkeit der Bewertung seiner Chance/Risiko-Position aus der Kapitalüberlassung: Sie sind Abschätzungen der ökonomisch und juristisch bestimmten Wahrscheinlichkeit, dass ein Kapitalnehmer seinen Kapitaldienstverpflichtungen gegenüber eben jenem Kapitalgeber vereinbarungsgemäß nachkommt²⁹⁴.

Das heutige Spektrum verfügbarer Rating-Varianten ist das derzeitige Resultat des Wechselspiels von Angebot, Nachfrage und Rahmenbedingungen des Rating-Marktes, es geht nicht auf einen in sich geschlossenen, systematischen Entwurf zurück. Dem ist nicht nur aus Sicht der Praxis²⁹⁵, sondern insbesondere der ökonomischen Theorie zuzustimmen, denn ein solcher Entwurf hätte die Vereinigung sämtlichen relevanten Wissens auf eine Entscheidungsinstanz verlangt. Angesichts der naturgegebenen und nicht überwindbaren Unvollständigkeit und Ungleichverteilung des Wissens unter den Individuen ist diese Möglichkeit indes auszuschließen. Daraus folgt, dass die derzeit verfügbaren Ratings auf Versicherungsmärkten (Zwischen-)Ergebnisse eines bis hierher reichenden evolutorischen Prozesses sind²⁹⁶. Gleichzeitig stellen sie den Ausgangspunkt sich zukünftig anschließender Evolutionsschritte dar.

²⁹⁴ Vgl. neben den Selbstauskünften der Rating-Produzenten – stellvertretend etwa Standard & Poor's (2004), S. 9 – Pogue/Soldofsky (1969), S. 201f.; sowie im Versicherungskontext Romeike (2004), S. 13. Vgl. ferner die in Fußnote 2 genannten Quellen.

²⁹⁵ Vgl. auch Berblinger (1996), S. 34.

²⁹⁶ Vgl. Gonzalez et al. (2004), S. 5, 19f.

Im allgemeinen Fall lassen sich die derzeit vorfindbaren Ratings zunächst in Emissions- und Emittentenratings unterteilen²⁹⁷. Erstere beziehen ihre Wahrscheinlichkeitsaussage auf eine *bestimmte* Kategorie von Kapitalüberlassungsverhältnissen eines Kapitalnehmers, hier also eines Versicherungsintermediärs, letztere hingegen beschreiben seine Kapitaldienstfähigkeit insgesamt, also über *alle* Kapitalüberlassungen hinweg. Je nach den für eine konkrete Emission gewählten Ausstattungsmerkmalen – hierbei insbesondere der Besicherung – kann ihr Rating von dem des Emittenten durchaus abweichen²⁹⁸. Auf dem deutschen Versicherungsmarkt tritt diese Unterscheidung hingegen zurück hinter eine andere, da das „nicht-versicherungstechnische“ Fremdkapital, das erst eine Unterscheidung in verschiedene Emissionen sinnvoll machen würde, von deutlich geringerer Bedeutung ist als in anderen Branchen²⁹⁹.

Im Kontext des Ratings auf Versicherungsmärkten vorherrschend ist stattdessen die Unterscheidung in „Produkt-Ratings“ sowie „Unternehmens-Ratings“. Erstere bewerten konkrete Versicherungsleistungen, die ein Versicherungsintermediär offeriert, Letztere seine (finanzielle) Leistungsfähigkeit insgesamt, also hier über alle Versicherungsleistungen hinweg. Entsprechend sollen Produkt-Ratings über Produktqualitäten informieren, damit diesbezügliche Informationsasymmetrien reduzieren und eine verbesserte produktbezogene Entscheidungsfindung ermöglichen. Unternehmensratings sollen analog bei der Entscheidung über einen Versicherungsintermediär helfen³⁰⁰. Wenn aber Produkt-Ratings nichts anderes bewerten als die Chance/Risiko-Position aus einer bestimmten standardisierten Mittelüberlassungsvereinbarung, stellt ein Versicherungsvertrag das Pendant zu einer Teilschuldverschreibung, die Summe aller Versicherungsverträge dieses Typs das Pendant zu der aus allen Teilschuldverschreibungen gebildeten Gesamtemission im Sinne des Emissionsratings dar. Das Unternehmensrating als umfassendste Variante entspräche dann dem Emittentenrating.

Diese Analogie beinhaltet auch, dass Emissions- und Emittentenratings des allgemeinen Falls ebenso wie Produkt- und Unternehmens-Ratings auf Versicherungsmärkten voneinander abweichen können, gleichzeitig aber nicht unabhängig voneinander sind³⁰¹:

- Die – von einem Produkt-Rating bewertete – Qualität einer Versicherungsleistung wird aus Sicht des Versicherungsnehmers wesentlich von der Überlebensfähigkeit des Versicherungsintermediärs über die Laufzeit bestimmt, die mit Hilfe von Un-

²⁹⁷ Vgl. hierzu sowie weiteren Unterteilungsmöglichkeiten ausführlich Everling (1991), S. 36 – 56; Lanfermann (1998), S. 8 – 13.

²⁹⁸ Vgl. stellvertretend Nazareth (2005).

²⁹⁹ Dieses Gewichtsverhältnis gilt auch in einer globalen Bestandsaufnahme – 2003 verfügte weniger als ein Viertel aller Versicherungsintermediäre weltweit über ein Emissionsrating, vgl. Laster/Swiss Re (2003), S. 5 –; und infolge der Normen der deutschen Versicherungsaufsicht um so mehr für deutsche Versicherungsintermediäre.

³⁰⁰ Vgl. Nickel (2005), S. 294f.

³⁰¹ Vgl. zum Folgenden verkürzt auch Lanfermann (1998), S. 14f.

ternehmens-Ratings bewertet werden kann: Liquidität bzw. Solvenz des Versicherungsintermediärs (bis hin zum worst case) determinieren, welche Wahrscheinlichkeit und Höhe eine vereinbarungsgemäße Leistung zugunsten des Versicherten hat. Diese Überlebensfähigkeit eines Versicherungsintermediärs ist aber fortwährend bedroht dadurch, dass er einer Reihe von Risiken ausgesetzt ist, „die die Existenz gefährden und im Extremfall [...] sogar zum Ruin der Gesellschaft führen können“³⁰². Diese Risikoumgebung von Versicherungsintermediären wird traditionell dreigeteilt, wobei die Gründe für die jeweiligen Teilrisiken zumeist über den einzelnen Versicherungsvertrag und auch einen Typ von Versicherungsverträgen hinausreichen, wie auch die Beispiele der nachfolgenden Abbildung zeigen³⁰³:

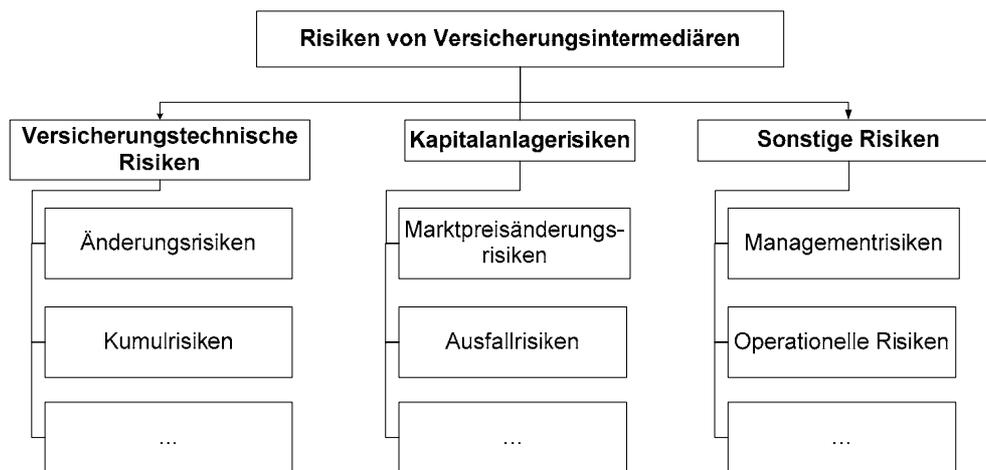


Abb. 16: Risiken von Versicherungsintermediären

Diesen Risiken sind dem Grunde nach alle Versicherungsintermediäre und folglich auch alle von ihnen geschlossenen Kontrakte ausgesetzt. Diese Verzahnung – und damit die Querverbindungen darauf gerichteter Produkt- bzw. Unternehmens-Ratings – ist dabei umso stärker, je länger die geplante Vertragslaufzeit und je ökonomisch ernster die abgesicherten Schäden sind: Folgerichtig ist die Unternehmensqualität im Bereich der Lebens- und Krankenversicherung von einer um ein Vielfaches größeren Bedeutung als im Bereich kurzfristiger Sachversicherungen, die möglicherweise sogar auf Kleinschäden beschränkt ist³⁰⁴.

- Umgekehrt hat die Qualität der von einem Anbieter offerierten Sachen oder Dienste maßgeblichen Einfluss auf seine Liquiditäts- und Ertragslage und damit auf seine Überlebensfähigkeit: Die auf Absatzmärkten mobilisierten liquiden Mittel und realisierten Arbitragegewinne sind unerlässlich für den Erhalt der Instituti-

³⁰² Müller-Gruppe (1997), S. 4.

³⁰³ Vgl. für ausführlichere Überblicke zur Risikoumgebung von Versicherungsintermediären etwa Egbers (2001), S. 10 – 13; Farny (2000), S. 505 – 510; Müller-Gruppe (1997), S. 5 – 15.

³⁰⁴ Vgl. einführend Farny (2001), S. 106; ausführlicher Farny (1997), S. 154 – 156.

on Versicherungsintermediär im umgebenden Marktgeschehen³⁰⁵. Anders gewendet: Je geringer die Qualität der von einem Anbieter offerierten Marktleistungen, desto größer ist c.p. der Anstieg der Insolvenzgefahr auf Zahlungsmittel- und/oder Erfolgsebene. Eine hohe Leistungsqualität hängt dabei davon ab, dass ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Kosten und Nutzen sowohl auf Anbieter- als auch auf Nachfragerseite erreicht wird: Hoher Deckungsumfang und Kulanzgrad bei gleichzeitig niedrigem Preis sind zwar kurzfristig im Kundeninteresse, erhöhen aber die Gefahr einer Schieflage des Risikoausgleichs im Kollektiv, was wiederum die Überlebensfähigkeit des Versicherungsintermediärs – und damit die Interessen des Versicherten – gefährdet³⁰⁶.

Im Kontext dieser Arbeit stehen die Marktleistungen von Versicherungsintermediären und Informationsintermediären im Vordergrund, die sich auf *Unternehmensratings* richten. Wenn nachfolgend von Ratings die Rede ist, geht es daher weiterhin vorrangig um Wahrscheinlichkeitsschätzungen für die Kapitaldienstfähigkeit von Versicherungsintermediären insgesamt, also im Sinne von „Meinungen über die allgemeine Fähigkeit von Versicherungen, ihre erstrangigen Zahlungsverpflichtungen aus Versicherungsschäden und Versicherungsverträgen termingerecht und vollständig zu erfüllen“³⁰⁷. Diese gesonderte Definition ersetzt den Kreditnehmer als Bezugspunkt eines Credit Ratings im allgemeinen Fall also bevorzugt durch den *Versicherungsnehmer* sowie andere *Anspruchsinhaber* aus Versicherungsverhältnissen (also z.B. geschädigte Dritte). Als für Finanzintermediäre typische Sonderform³⁰⁸ schließen diese *Financial Strength Ratings* (Finanzkraftratings) Kapitalgeber nicht direkt ein. Aus den bewerteten Risikopositionen können die *Kapitalanleger*, welche Ansprüche auf Zahlungsmittel gegenüber einem Versicherungsintermediär geltend machen, allerdings indirekt Erkenntnisse über ihre Chance-/Risiko-Position gewinnen.

Nachdem mit der Theory of Agency die Sichtweise der weiteren Darstellung und mit den Financial Strength Ratings ihr Objekt spezifiziert sind, ist es möglich, die Analyse der Marktteilnehmer und der zwischen ihnen bestehenden Beziehungen zu vertiefen. Im Anschluss wird zunächst dargestellt, welche Marktteilnehmer als *Interessenten* für Ratings auf Versicherungsmärkten in Frage kommen. Ausgehend von der Intensität des Interesses lässt sich daraufhin entwickeln, wer bereit ist, das *Initiieren* bzw. *Produzieren* eines Ratings und die damit verbundenen Transaktionskosten auf sich zu nehmen.

³⁰⁵ Vgl. zur existenziellen Notwendigkeit von Arbitragegewinnen Schneider (1997b), S. 49f.; einführend und m.w.N. auch Paul/Horsch (2005), hier S. 153f.

³⁰⁶ Vgl. ergänzend Sönnichsen (1996), S. 436f.

³⁰⁷ Berblinger (1996), S. 41; gleichlautend ebda., S. 99f., stellvertretend für Moody's; vgl. analog A.M. Best (2004), S. vii; Standard & Poor's (2004), S. 9, i.V.m. Rief (2004), S. 52f.; sowie Metzler (2004), S. 91, für Fitch. Vgl. für eine zusammengefasste Darstellung auch Nickel (2005), S. 296 – 303.

³⁰⁸ Vgl. Laster/Swiss Re (2003), S. 5.

5.2. Interessenten von Versicherungsratings

5.2.1. Kern- und Randinteressenten

Als Interessenten von Ratings auf Versicherungsmärkten sollen alle Marktteilnehmer verstanden werden, welche *Ratings als Leistungsergebnis nachfragen*, weil sie es für eigene Entscheidungszwecke nutzen können³⁰⁹. Da Unternehmensratings über die Überlebensfähigkeit von Versicherungsintermediären informieren, leitet sich das Interesse an Ratings aus dem Wunsch nach einer Beurteilung dieser Überlebensfähigkeit ab. Hierüber informiert zu sein, ist grundsätzlich für alle Stakeholder eines Versicherungsintermediärs³¹⁰ sinnvoll und insoweit Gegenstand eines Kosten/Nutzen-Kalküls. Abwägen muss der jeweilige Stakeholder dabei die Alternativen

- Vernachlässigung,
- Eigenerstellung oder
- Fremdbezug³¹¹

einer Abschätzung der Überlebensfähigkeit des betrachteten Versicherungsintermediärs.

Dabei stellen Ratings stets nur *eine* Variante der Abschätzung dar; sowohl bei Eigenerstellung (z.B. intuitive Entscheidung) als auch bei Fremdbezug (z.B. Bewertungsgutachten) sind auch andere Formen denkbar. Gemeinsam ist sämtlichen Varianten die Verursachung von Transaktionskosten. Diese fallen bei einer Eigenerstellung wie gesehen umso höher aus, je weniger die Bewertung eines Versicherungsintermediärs zum Routinebereich des Bewertenden gehört, je seltener, spezifischer und unsicherer sie also aus seiner Sicht ist. *Ceteris paribus* steigt dann ihr Anreiz, auf fremderstellte (*externe*) Ratings zurückzugreifen. Dies gilt um so mehr, als Ratings, da öffentliche Güter, für den Interessenten einen Kaufpreis von Null haben, womit das Nachfragepotential entsprechend groß ist: Es kämen zunächst sämtliche Stakeholder als Interessenten für diese Ratings in Frage.

Umgekehrt wäre ein Rückgriff auf eine Eigenerstellung (*interne* Ratings) vor allem von den Marktteilnehmern zu erwarten, die Bewertungsprobleme aus der Natur ihres Geschäfts heraus häufiger vornehmen müssen, hierfür also Ressourcen vorhalten und Erfahrungswerte aufbauen konnten. Sowohl das Vorhalten des notwendigen Leistungspotentials als auch die Realisierung von Leistungserstellungsprozessen verursacht dann Belastungen. Diese können als Transaktionskosten eines (eigenerstellenden) Interessen-

³⁰⁹ Vgl. sinngemäß auch Moody's (2005a), S. 17: „market participants who want additional insights to make better credit decisions.“

³¹⁰ Vgl. auch Farny (2000), S. 319f.

³¹¹ Grundlegend zur Entscheidung über „Make or Buy“ vgl. Williamson (1985), S. 72 – 79.

ten, vor allem aber als Kosten eines Rating-Produzenten interpretiert werden und sind daher Thema des Abschnitts 5.4.2.

Indes sind auch bei Fremdbezug von Ratings Transaktionskosten relevant, die zum „Kaufpreis von Null“ im eigentlichen Sinne hinzutreten. So ist es bereits denkbar, dass seitens des Produzenten versucht wird, den Charakter des öffentlichen Gutes zumindest abzuschwächen dadurch, dass das Medium, über welches ein Rating publiziert wird, einen Preis erhält³¹². Ferner wäre denkbar, ein öffentliches Gut in Form eines Ratings einzuweben in ein Leistungsbündel, dessen weitere Komponenten leichter mit einem Preis versehen werden können. Hierfür eignen sich Ratings deswegen, weil sich hinter dem betont kurzen und einfachen Leistungsergebnis der Rating-Note komplexe Leistungserstellungsprozesse verbergen können. Informationen des Rating-Produzenten hierüber können dem Rating-Interessenten die Interpretation des Leistungsergebnisses und die darauf basierende Entscheidungsfindung nochmals erleichtern. Indes lassen sich diese Erläuterungen in Form von Unternehmens- oder Branchenberichten, Gesamtdarstellungen oder Manuals zur Rating-Methodik deutlich besser mit einem Preis versehen und gegen unerwünschte Kopie und Verbreitung schützen als die reine Rating-Note³¹³.

Schon unter Einschluss der Informationsbeschaffung verursacht ein fremderstelltes Rating demnach Transaktionskosten beim Interessenten, die größer als Null sind. Hinzu kommen auf Seiten des Interessenten Kosten der Informationsauswertung und -nutzung, die maßgeblich durch die Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften der Leistungen von Versicherungsintermediären, aber eben auch von Informationsintermediären bedingt sind. Insgesamt steigt die Gefahr von Manipulationen und Fehlinformationen für die Interessenten mit der Komplexität des Rating-Objektes³¹⁴. Gemessen an ihrem Wissensbeständen erweisen sich Versicherungsleistungen für Teile der Interessenten vor allem im Individualkundengeschäft als überdurchschnittlich komplex³¹⁵, folglich dürfte das beschriebene Gefahrenmoment ebenso wie die Kosten seiner Bewältigung beim Rating auf Versicherungsmärkten vergleichsweise hoch ausfallen. Die Kosten/Nutzen-Relation einer Auseinandersetzung mit externen Ratings gilt daher vor allem für (die meisten) Mitarbeiter und Lieferanten, aber auch für eine nicht näher spezifizierte „sonstige Öffentlichkeit“ als eher ungünstig („Randinteressenten“). Für die Stakeholdergrup-

³¹² So unterscheiden sich öffentlich – etwa über Internet oder Printmedien – zu einem Preis von Null offerierte Unternehmensratings der meisten Informationsintermediäre bereits deswegen von denen der STIFTUNG WARENTEST, weil für deren Bewertungen sowohl via Internet als auch via Monatsheft ein eigener Kaufpreis erhoben wird, vgl. Stiftung Warentest (2004), bes. S. 19 – 21, 94.

³¹³ Neben unentgeltlichen bzw. frei zugänglichen Informationen weisen die Sortimente der besprochenen Rating-Produzenten daher umfangreiche Angebote auf, die nur Abonnenten bzw. Käufern zugänglich sind, vgl. www.moody.com, www.standardandpoors.com; www.fitchratings.com; www.ambest.com; www.dbrs.com.

³¹⁴ Vgl. Maddaloni/Pain (2004), S. 22f. Vgl. von hierher zu (Produkt-)Ratings im Versicherungswesen auch Schulz (2005), S. 17.

³¹⁵ Vgl. stellvertretend Farny (2001), S. 108.

pen des Managements, der Kapitalgeber im Allgemeinen, hier der sonstigen Gläubiger und Versicherungsnehmer im Besonderen sowie für Vermittler und die öffentliche Hand gilt sie hingegen als eher günstig („Kerninteressenten“)³¹⁶. Ausgehend von dieser Unterscheidung können die Interessenten *idealtypisch* wie in der folgenden Abbildung segmentiert werden³¹⁷.

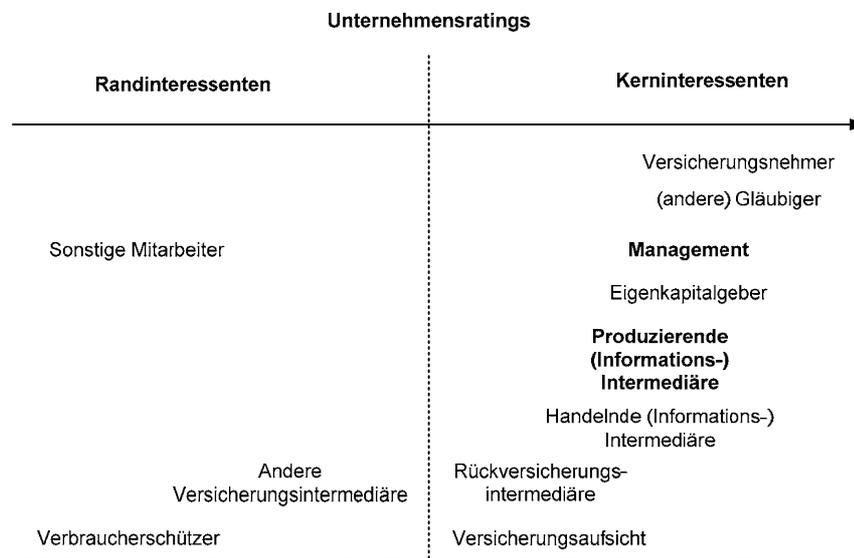


Abb. 17: Interessenten von Produkt- und Unternehmensratings

Entsprechend den getroffenen Abgrenzungen konzentrieren sich die Erläuterungen des Abschnitts 5.2.2 auf die im rechten Teil der Abbildung vorfindlichen Akteure.

5.2.2. Begründung und Inhalte von Kerninteressen

Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Marktteilnehmer bzw. Stakeholder eines Versicherungsintermediärs als Interessent und ggf. Nutzer eines Unternehmensratings auftritt, steigt mit seiner Chance, basierend auf Rating-Informationen eine verbesserte Entscheidung treffen zu können.

³¹⁶ Vgl. für eine so gegliederte Interessenabwägung Sönnichsen (1992), S. 140 – 147; Farny (1997), S. 150 – 154; kompakter auch Sönnichsen (1996), S. 437f. Vgl. im Abgleich auch die aktuellen Unterscheidungen von Gonzalez et al. (2004), S. 8f.; Everling (2004), S. 185 – 189; sowie enumerativ auch Romeike (2004), S. 14.

³¹⁷ Die Betonung des idealtypischen Charakters ist erforderlich, da die Abgrenzung zwischen Kern- und Randinteressent nicht quantifizierbar und insofern unscharf ist; darüber hinaus hängt die Einstufung von Angehörigen einer Gruppierung auch von den Gegebenheiten des Einzelfalls ab. Unabhängig davon wird so eine nachvollziehbare Unterteilung möglich, die den Aufbau der folgenden Ausführungen unterstützt; vgl. für alternative Darstellungen (1) unter Einbezug von Produkt-Ratings Sönnichsen (1992), S. 142f.; Lanfermann (1998), S. 41f.; sowie (2) in Tabellenform Farny (2001), S. 104f.

- Ein (potentieller) *Eigenkapitalgeber* ist zwar auch interessiert an Produktratings, da sie über die Chancen „seines“ Versicherungsintermediärs³¹⁸ auf dem Absatzmarkt als Quelle von Liquidität und Arbitragegewinnen informieren. Vorrangig aber sind für ihn Unternehmensratings von Belang³¹⁹, schließlich bestimmt sich der Wert seiner Eigentümerposition aus der unternehmensweiten Gesamtheit der Zahlungsströme bzw. der davon für Ausschüttungen verwendbaren Teile.

Hierüber informieren unternehmensbezogene Financial Strength Ratings eines Versicherungsintermediärs allerdings nur indirekt: Sie zielen in erster Linie auf eine Bewertung der Chance-/Risiko-Position von Versicherungsnehmern, in zweiter Linie auf die der sonstigen Gläubiger. Erst in dritter Linie kann ein Eigentümer von hierher zurückschließen auf seine eigene, demgegenüber residuale Chance-/Risiko-Position³²⁰. Ob und wie sich diese entwickelt, kann daher aus Ratingveränderungen nur indirekt abgeleitet werden. Folglich müssten Eigentümer hierauf mit Anpassungen ihrer Renditeforderungen reagieren. Diese würden sich etwa in Käufen/Verkäufen von Aktien einer Versicherungsaktiengesellschaft im Nachgang zu einer Veränderung ihres Ratings ausdrücken. Die inzwischen zahlreichen empirischen Studien hierzu bestätigen diese Reaktionsverbundenheit im Allgemeinen und für rating downgrades im Besonderen³²¹.

Solche Reaktionen sind durchaus ökonomisch begründbar, wenn sie auf dem Zusammenspiel der (vom Rating angezeigten Änderung der) objektiven Chance-/Risiko-Position und der subjektiven Präferenzen des Eigentümers beruhen. Daneben treten indes andere, die auf einem Fehlgebrauch von Ratings beruhen: Wenngleich bereits die Rating-Produzenten und auch die Literatur kontinuierlich betonen, dass Rating(veränderungen) keine Kauf- oder Verkaufsempfehlung darstellen, ist doch davon auszugehen, dass sie von Teilen der Marktteilnehmer genau so aufgefasst werden. Diese weisen dann ein umso intensiveres, aber auch fälschlich motiviertes Interesse an Ratings auf.

- Für *Rückversicherer* als spezialisierte Versicherungsintermediäre, die sich der Erbringung von Versicherungsleistungen gegenüber anderen Versicherungsintermediären widmen³²², stellen Ratings eines solchen Erstversicherers nichts anderes dar als fremderstellte Beurteilungen von Facetten eines Unternehmens, das sie

³¹⁸ Nicht selten wird an dieser Stelle tatsächlich „das Unternehmen“ als Interessent untersucht, eine Differenzierung gerade zwischen Eigentümern und Managern dagegen hintangestellt, vgl. zu beiden Sichtweisen Everling (1991), S. 252f.

³¹⁹ Zu einer deutlichen Betonung der Orientierung von Unternehmensratings an Eigentümerinteressen vgl. aktuell Finsinger/Diboky/Ubl (2005), hier S. 102.

³²⁰ Zum Residualcharakter von Eigen- gegenüber Fremdkapitalgeberansprüchen vgl. einführend Süchting (1995), S. 84.

³²¹ Vgl. Güttler/Paveleanu/Behr (2005), S. 4; vgl. ausführlich Goh/Ederington (1993); Hand/Holthausen/Leftwich (1992); Holthausen/Leftwich (1986) sowie im Überblick Byoun/Shin (2002a), S. 98f.

³²² Vgl. Farny (2000), S. 415, 542f.; Gerathewohl et al. (1976), S. 2, 22f.

versichern (sollen). Ein Rückversicherer muss daher zur Sicherung seiner eigenen Überlebensfähigkeit die übernommenen Risiken umfassend und sorgfältig prüfen. Hierbei sind neben den versicherungstechnischen Risiken des Erstversicherers auch andere Gefahrenmomente zu untersuchen, wie z.B. die Politik der Zeichnung und der Anspruchsregulierung sowie das Zahlungsverhalten³²³. In Unternehmensratings von Versicherungsintermediären fließen regelmäßig solche Bewertungen des versicherungstechnischen Geschäfts, der Anlagepolitik, des Asset-/Liability-Management (ALM), der Liquidität oder gar der Managementqualität ein³²⁴, also von Faktoren, die auf die Wahrscheinlichkeit einer Inanspruchnahme von Rückversicherungsschutz ausstrahlen. Über den Einzelfall hinaus kann ein Rückversicherer Ratings als Hilfsmittel im Rahmen der Steuerung seines Portfolios versicherter Risiken einsetzen. Der verfügbare Instrumentenkasten reicht bis hin zu Rating-Triggern, die an den Erstversicherer gekoppelt sind³²⁵. Unter Berücksichtigung der zu Produktratings bestehenden Querverbindungen richtet sich das Interesse von Rückversicherern hierbei primär auf Unternehmensratings.

- Der *Staat* ist Stakeholder eines Versicherungsintermediärs im Allgemeinen aufgrund seiner Steuerhoheit³²⁶; von hierher ist ihm an einer positiven Entwicklung steuerlicher Bemessungsgrundlagen sowie des Reservoirs an liquiden Mitteln entsprechender Steuerzahlungen gelegen. Bei Versicherungsintermediären im Besonderen tritt die Interessenlage des Staates als legislative und exekutive Gewalt, also als „Setzer und Durchsetzer“ von einschlägigen Regulierungsnormen, hinzu.

Dieses besondere Interesse setzt an am worst case, also der (Vermeidung einer) Insolvenz von Versicherungsintermediären. Diesbezüglich könnten Ratings aus staatlicher Sicht eine Indikatorfunktion („Frühwarnsystem“) übernehmen. Dem hierher rührenden staatlichen Interesse am Rating auf Versicherungsmärkten ist dabei förderlich, dass Versichererinsolvenzen von Seiten dieses Stakeholders eine überdurchschnittliche ökonomische, vor allem aber politische Brisanz beigemessen wird. Da in der Versichererinsolvenz massive Verletzungen schutzwürdiger Interessen ebenso denkbar sind wie die Gefahr, dass die Einzelinsolvenz als „flächenbrandartige“ Vertrauenskrise auf andere Versicherungsintermediäre übergreift, hatte die deutsche Versicherungsaufsicht nach der *Schutztheorie* bis 1994 eine Eingriffspolitik unter dem Axiom der Konkursvermeidung betrieben. Von diesem Axiom wich die Versicherungsaufsicht erst infolge der (europa-)recht-

³²³ Vgl. grundlegend Gerathewohl et al. (1976), S. 652.

³²⁴ Vgl. im Überblick Nickel (2005), S. 296 – 303, hier bes. S. 302 zur Managementqualität.

³²⁵ Vgl. Laster/Swiss Re (2003), S. 28f.

³²⁶ Vgl. einführend Welge/Al-Laham (2002), S. 418.

lichen Zwänge der Dritten Richtliniengeneration im Versicherungsbereich ab³²⁷. Davon unberührt blieb indes das politische Kalkül, wonach die Wählerschaft die Nicht-Überlebensfähigkeit von Versicherungsintermediären als Versagen der Versicherungsaufsicht und – entscheidender noch – der politischen Entscheidungsträger bewertet und letztgenannte über das Wahlverhalten sanktioniert³²⁸.

Insofern besteht für staatliche Akteure der Legislative ein unverändertes Interesse an Ratings, um den Informationsstand bzgl. der Gefahr von Versichererinsolvenzen und damit des worst case zu verbessern³²⁹. Für staatliche Akteure der Exekutive bieten Ratings die Möglichkeit, Ergebnisse der eigenen Risikoüberwachung mit denen eines Experten am Markt zu konfrontieren. Hieraus können Handlungsempfehlungen im speziellen Fall, aber auch Verbesserungspotentiale für die eigenen Überwachungs- und Steuerungsinstrumente im Allgemeinen gewonnen werden. Letztere können bis hin zu einer expliziten Verknüpfung der Normen staatlicher Regulierung mit externen Ratings genau bestimmter Produzenten reichen. Zumindest ein Staat, der sich nicht anmaßt, über sämtliches einer Regulierung dienliches Wissen zu verfügen, wäre dabei geneigt, das in Ratings manifestierte Wissen spezialisierter Marktteilnehmer zu nutzen, um die bisherige Regulierung zu bewerten und künftige Regulierungen zu gestalten. Aus der Perspektive der Versicherungsaufsicht wären daher primär Unternehmensratings, aus der Perspektive der Verbraucherschutzgesetzgebung primär Produktratings von Interesse.

- *Vermittler* und *Makler* stehen als weiterer Typ von Intermediär zwischen dem Versicherungsnehmer und dem Versicherungsintermediär. Mit Rücksicht auf Bedürfnisse und Informationsdefizite der Erstgenannten sind sie an Ratings aus ihrer Agenten-Rolle heraus interessiert: Der Versicherungsnehmer hat ihnen einen in der Regel mehrteiligen Auftrag erteilt³³⁰, der die von der Systematisierung der Transaktionskosten bekannten Kategorien der Anbahnung, Vereinbarung, Abwicklung, Kontrolle und Anpassung umfassen kann – mit dem Ziel, einen optimal auf die Bedürfnisse des Auftraggebers zugeschnittenen Vertrag zu erhalten. Ver-

³²⁷ Prägnant formuliert findet sich das bei Gerathewohl et al. (1976), S. 920: „Nach dem deutschen Aufsichtsrecht verfügt das BAV *im Interesse der Aufrechterhaltung des Vertrauens in die Versicherungswirtschaft* über so umfassende Eingriffsmöglichkeiten, dass der *Konkurs eines Erstversicherers grundsätzlich verhindert wird* und eventuelle Probleme der Sanierung ganz in das Vorfeld von Fusionen und Bestandsübertragungen verlagert werden“ (Hervorhebungen v. Verf.). Vgl. ausführlich zur Schutztheorie Prölss/Kollhosser/Schmidt/Präve (2005), Vorbem., Rdnrn. 56 – 58, 62; i.V.m. Prölss/Schmidt (1997), Vorbem., Rdnrn. 110 – 113, 123 – 126a; einfühend aktuell auch Winter (2005), bes. S. 107f.; sowie Farny (2000), S. 106 – 111. Vgl. demgegenüber kritisch zum Axiom der Konkursvermeidung Horsch (1998), S. 21 – 25.

³²⁸ Vgl. von hierher kritisch zur VAG-Novelle als Reflex der Insolvenz der Mannheimer Leben Horsch (2004), *passim*, bes. S. 394f.

³²⁹ Vgl. auch Sönnichsen (1992), S. 140, 142. Angesichts anderweitiger Informationsströme zwischen Versicherungsintermediär und Versicherungsaufsicht skeptischer vgl. Lanfermann (1998), S. 39f.

³³⁰ Vgl. für einen ausführlichen Überblick Bosselmann (1994), S. 116 – 133.

nachlässigt man wie bisher aus Gründen der Fokussierung die durchaus bestehenden Agency-Probleme im Rahmen dieser Beziehung³³¹, so leiten sich die Interessen des Vermittlers aus denen des beauftragenden Versicherungsnehmers ab.

- Definitionsgemäße Hauptzielgruppe von unternehmensbezogenen in Form von Credit Ratings sind Kapitalgeber, die *Fremdmittel* zur Verfügung stellen: Credit Ratings informieren unmittelbar über die Wahrscheinlichkeit ordnungsgemäßer Erbringung der den *Gläubigern* zustehenden Cashflows, Unternehmens- im Sinne von Finanzkraftratings ordnen ihnen allerdings die Gesamtheit der Anspruchsinhaber aus Versicherungsverträgen über. Die für den Eigentümer entwickelte Argumentationslinie gilt insofern analog, bis hin zur Bewertung der Nutzung von Ratings von Kauf-/Verkaufsentscheidungen in Gläubigerpapieren. Entsprechend ist auch das Gläubigerinteresse an Produktratings von nachgelagerter, durch die Querverbindungen zum Unternehmensrating beschränkter Bedeutung.
- Nicht zuletzt sind auch die *Produzenten* von Ratings selbst an diesen interessiert. Dieses Interesse ist im Sinne eines Konkurrenzvergleichs zu verstehen. Um eigene Wissens- und Wettbewerbsvorteile bzw. -nachteile zu eruieren und darauf basierend Entscheidungen über die künftige Geschäftspolitik zu treffen, muss ein Anbieter nicht zuletzt die Ratings der anderen Anbieter im Abgleich mit den eigenen analysieren. Dies gilt insbesondere für Bewertungen, die von der eigenen abweichen, also für den Fall der so genannten *Split Ratings*³³².
- *Versicherungsnehmer* stellen regelmäßig die Majorität derjenigen, die mit einem Versicherungsintermediär Mittelüberlassungsverträge schließen. Sie zählen daher zu den Hauptinteressenten von Ratings auf Versicherungsmärkten³³³. Je enger die Beziehung zu einem Versicherungsintermediär begrenzt ist, im Extremfall also auf eine einzige Mittelüberlassung in Form eines einzigen Versicherungsvertrages, desto mehr richtet sich das Interesse auf Produktratings. Umgekehrt gilt: Je umfangreicher und vielgestaltiger seine Beziehung zu einem Versicherungsintermediär ist, desto weiter müsste sich das Versicherteninteresse aus objektiver Perspektive auf ein Unternehmensrating richten, weil ihm dieses ein Gesamturteil bietet, das alle (seine) Einzelverträge umfasst. Tatsächlich zeigt die Definition von Financial Strength Ratings für Versicherungsintermediäre, dass mit ihnen vorrangig auf die Chance-/Risiko-Position dieser Gruppe von Interessenten abgestellt wird.

³³¹ Vgl. für eine aktuelle „fraud story [...] centering on agents and brokers who use their positions to steal from policyholders and carriers alike“ Bowers (2005), im Überblick bes. S. 44 (Zitat: S. 42).

³³² Vgl. einführend und m.w.N. zu diesem hier nicht vertiefbaren Problemkreis Hsueh/Kidwell (1988), bes. S. 46f., 51f.; einführend auch Heinke (1998), S. 223f.

³³³ Vgl. auch Sönnichsen (1992), S. 142.

Aus der subjektiven Perspektive des individuellen Versicherten³³⁴ können unzureichendes Wissen, Wollen und Können allerdings dazu führen, dass das Interesse an Unternehmensratings gering bleibt.

Analog umgekehrt werden die in Sachen Versicherungsintermediation und Informationsintermediation kundigsten Versicherungsnehmer, also die Erstversicherer in ihrer Eigenschaft als *Versicherungsnehmer von Rückversicherern*, in besonderem Maße an deren Unternehmensratings interessiert sein: In Ratings von Rückversicherern können u.a. ihre Wettbewerbsposition, Ertragskraft, Anlagepolitik, (Eigen-)Kapitalausstattung, Liquidität und Managementqualität eingehen³³⁵. Darauf beruhende Informationen aber können dem Erstversicherer helfen, eine spezielle Unterart Risiken, zu managen, denen letztgenannter Versicherungsintermediär ausgesetzt ist: das Rückversicherungsrisiko³³⁶. Ratings sind hierbei nicht darauf reduziert, als Risikoindikator zu fungieren, sondern auch als Komponente konkreter Risikosteuerung einsetzbar: Am deutlichsten manifestiert sich dieses Interesse in einer entsprechenden Risikopolitik, indem sie auf rating trigger setzt, die dem Erstversicherer eine Nachverhandlung oder Auflösung – im Sinne des deutschen Rechts also Minderung oder Wandlung – des Rückversicherungsvertrages erlauben, sobald der Rückversicherer bestimmte Ratingveränderungen verzeichnet³³⁷. Insofern besteht hochgradiges Interesse von Erstversicherern an den Ratings aktueller oder potentieller Rückversicherer, weil im Rahmen der Rückversicherungspolitik des Erstgenannten Sicherheit/Bonität eines Rückversicherers zu den entscheidenden Auswahlkriterien zählen³³⁸. Bei der Bewertung dieses Kriteriums können Ratings daher dem Erstversicherer helfen, seine Entscheidungs- und Auswahlqualität und damit im Ergebnis seine eigene Risikoposition zu verbessern.

- Interessenten von Ratings auf Versicherungsmärkten sind schließlich die *Manager*, die einen Versicherungsintermediär leiten und hierin den Versicherungsnehmern und Kapitalanlegern verantwortlich sind. Ihnen dienen gerade Unternehmensratings als Gradmesser der Unternehmens- und damit der eigenen Performance sowie der Marktpositionierung im Konkurrenzvergleich. Zahlenmäßig drückt sich diese Einschätzung in mit dem Unternehmensrating veränderlichen Kapitalkosten aus. Die Ratingorientierung von Managern ließe sich noch weiter verstärken, indem im Rahmen einer leistungsbezogenen Vergütung Ratings zum

³³⁴ Vgl. für eine idealtypische Unterscheidung von Versicherungsnehmern in „rationale/professionelle“ und „intuitive/nicht-professionelle“ zunächst Farny (2000), S. 390 – 398; analog auch Süchting (1995), S. 250. Vgl. für eine ausführlichere Differenzierung von Anforderungsprofilen für Ratings im Bereich der Altersvorsorge Reifner (2005), bes. S. 21 – 25.

³³⁵ Vgl. stellvertretend die Bewertungskriterien des Rückversicherungsratings von Standard & Poor's bei Rief (2005), S. 164 – 173.

³³⁶ Vgl. einführend Müller-Gruppe (1997), S. 6, 9.

³³⁷ Vgl. Junke (2004), bes. S. 1304.

³³⁸ Vgl. v. d. Schulenburg (2005), S. 177.

Leistungsmaßstab erhoben würden, die Managervergütung also an die Rating-Entwicklung geknüpft würde. Unabhängig davon, ob solche Anreizsysteme realisierbar und wünschenswert sind³³⁹, verkörpert das Management die Entscheidungsträger, die mit Blick auf die auf Versicherungsmärkten herrschenden Wissensunterschiede bestimmte Informationen an Marktteilnehmer geben (lassen). Angesichts der Anreiz- und Glaubwürdigkeitsprobleme, die aus Sicht der Informationsempfänger beim -sender herrschen, verkörpern Ratings als Expertenurteile unabhängiger Dritter – trotz der in Kapitel 3 aufgezeigten Anreizprobleme anderer Art – ein c.p. glaubwürdiges Signal als Informationen, die das Management selbst erstellt und publiziert. Für Manager von Versicherungsintermediären ist es daher sinnvoll, bei der Entscheidungsfindung die Ratings zu berücksichtigen, die anderen Stakeholdern bekannt sind³⁴⁰.

Es zeigt sich damit zunächst eine beachtliche Vielfalt von Stakeholdern, die an Leistungsergebnissen in Form von Ratings interessiert sind, weil sie damit die Qualität eigener Entscheidungen verbessern können. Die beschriebenen Kosten/Nutzen-Kalküle sind allerdings noch unvollständig. Eine erste Frage ist, ob ein Interessent tatsächlich zum *Nutzer* wird. Stattdessen könnte er Ratings, obwohl sie nicht nur vorhanden, sondern ihm auch bekannt und zugänglich sind, aus nicht-rationalen (Bequemlichkeit) ebenso wie aus rationalen (rationale Ignoranz³⁴¹) Motiven vernachlässigen. Ein solches Kalkül erfordert umgekehrt besonders starke Anreize, wenn ein Interessent sogar zum *Initiator* werden soll: Zwar verursacht der Bezug von Ratings als Leistungsergebnis keinen eigentlichen Preis, wohl aber der dem vorausgehende Leistungserstellungsprozess. Es stellt sich daher die Frage, wessen Interesse bzw. Anreize nicht nur vorhanden, sondern so groß sind, dass die Nutzenerwartung sogar die zusätzlichen Kosten der Initiation eines Ratings überwiegen. Im Anschluss wird daher gezeigt, welche Stakeholder die Funktion des *Initiators* für ein Rating auf Versicherungsmärkten übernehmen könnten.

Hierfür wird die auch bislang prägende Unterscheidung von Versicherungsintermediären und Informationsintermediären weiterhin im Vordergrund stehen. Von den Stakeholdern des Ersteren werden einzelne Marktteilnehmer stets nur dann besonders betrachtet, wenn ihre Beziehungen zu anderen Akteuren es aus Sicht der Theory of Agency nahe legen.

³³⁹ Vgl. zu entsprechenden Qualitätskriterien von Entlohnungssystemen im Rahmen einer ausführlichen Behandlung von Problemen der Erfolgsbeteiligung Laux (1999), S. 29 – 33.

³⁴⁰ Zur Rolle des Managements für die Interessenwahrung von Stakeholdern vgl. ausführlich Mitchell/Agle/Wood (1997), bes. S. 870 – 872; einführend auch Süchting/Paul (1998), S. 202f.; Horsch/Bonn (2005), S. 241f.

³⁴¹ Grundlegend ist diesbezüglich das Konzept der rationalen Ignoranz des Wählers in demokratischen Systemen nach ANTHONY DOWNS, vgl. grundlegend Downs (1968), bes. S. 211, 223, 227f., 248f.

5.3. *Initiatoren von Versicherungsratings*

Als *Initiatoren* eines Ratings sollen Marktteilnehmer verstanden werden, die – anders als die im Vorkapitel behandelten Interessenten – nicht nur das *Leistungsergebnis*, sondern auch den dafür ursächlichen *Leistungserstellungsprozess* nachfragen, indem sie den Rating-Produzenten mit der entsprechenden Ingangsetzung und Nutzung seines Leistungspotentials beauftragen³⁴². Solche Initiatoren lassen sich bei beiden der hier betrachteten Intermediäre finden.

5.3.1. *Versicherungsintermediäre*

5.3.1.1. *Management*

Es ist der Regelfall, dass die Initiative zu einem Unternehmens-Rating vom Bewerteten ausgeht; der Rating-Prozess wird also durch eine entsprechende Anfrage des Versicherungsintermediärs beim Rating-Produzenten initiiert³⁴³. In der Rating-Praxis drückt sich diese dominierende Rolle darin aus, dass bei der Systematisierung von Ratings nach der Auftragsvergabe eines Initiators *anknüpfend am Bewerteten lediglich zweigeteilt* wird in

- den *Regelfall* des vom Bewerteten in Auftrag gegebenen („*solicited*“) Ratings einerseits und
- den *Sonderfall* des vom Bewerteten nicht unterstützten, sondern von anderen Marktteilnehmern in Auftrag gegebenen („*unsolicited*“) Ratings andererseits.³⁴⁴

Anknüpfend an die vorgenommene Unterscheidung der Interessengruppen wäre zum einen zu prüfen, welche von ihnen Anreize hat, *unsolicited ratings* erstellen zu lassen. Zum anderen ist aber auch für den Regelfall des *solicited ratings* zu präzisieren, wer genau die Funktion des Initiators übernimmt. Nicht selten gilt hierbei die Institution Unternehmung („der Emittent“) als Auftraggeber³⁴⁵. In der agencytheoretischen Sichtweise dieser Untersuchung ist hingegen bedeutsam, dass regelmäßig Vertreter des *Managements als Auftraggeber* fungieren (möglicherweise beruhend auf entsprechenden Weisungen der Eigentümer). Soweit es ökonomisch handelt, wird sich das Management

³⁴² Als Initiierung bzw. Agency-Verhältnis lassen sich bei weitem Verständnis auch Situationen interpretieren, in denen kein Externer an den Informationsintermediär herantritt; diese Sicht erscheint vorteilhaft gegenüber einer „Unterscheidung nach der Beauftragung“, vgl. dazu Everling (1991), S. 109f.

³⁴³ Vgl. prägnant Standard & Poor's (2004), S. 12: "Insurers interested in obtaining an interactive rating initiate the process by sending a written request for a rating to us." Vgl. ferner Maddaloni/Pain (2004), S. 22.

³⁴⁴ Vgl. stellvertretend U.S. SEC (2003a), S. 27 (Note 67)

³⁴⁵ Vgl. stellvertretend Peters (2001), S. 30; Romeike (2004), S. 16.

immer dann für die Initiation eines Ratings entschließen, wenn der dadurch erwartete Nutzen die einhergehenden Kosten aufwiegt³⁴⁶.

Nutzen aus einem Rating erhoffen sich initiiierende Manager von Versicherungsintermediären als Konsequenz daraus, dass der Informationsintermediär die Informationsbasis der anderen Marktteilnehmer, also bestimmter Interessenten von Ratings auf Versicherungsmärkten verändert, indem er deren Chance-/Risiko-Position zertifiziert. Auf Kapitalgeber im Allgemeinen bezogen wird mit der *an den Informationsintermediär delegierten Signalisierung einer unabhängig zertifizierten Chance-/Risiko-Position* abgezielt auf³⁴⁷:

- möglichst günstige Refinanzierungsspreads/-kosten am Kapitalmarkt,
- Zugänge zu neuen Kapitalgebergruppen – insbesondere institutionellen Investoren, die Ratings infolge selbst oder staatlich verordneter Regulierung zur Anlagebedingung machen³⁴⁸.

Damit die vorgenannten Ziele erreicht werden können, muss das vom Management in Auftrag gegebene Rating bestimmte notwendige Voraussetzungen erfüllen. Hierzu gehört zum einen, welches *Bonitätsurteil* das vom Rating-Produzenten erstellte Leistungsergebnis, also das Rating selbst, ausweist. Nur wenn die Kapitalgebererwartungen hierdurch erfüllt oder übererfüllt werden, werden sie positiv – also mit höheren Mittelangeboten und/oder geringeren Renditeforderungen reagieren, anderenfalls kann es sogar zu einer Schlechtererfüllung der vorgennanten Ziele kommen als im ungerateten Zustand des Rating-Initiators. Hinzu tritt die nur scheinbar triviale Notwendigkeit, dass das Rating auch tatsächlich *publiziert* wird. Solange es sich um ein solicited rating handelt, trifft hierüber der Initiator die letzte Entscheidung, wie auch die folgende schematisierte Darstellung des Leistungserstellungsprozesses in Abbildung 18 verdeutlicht.

Der Initiator eines solicited ratings wird daher eine Veröffentlichung untersagen, wenn der Saldo der hierdurch verursachten Kosten- und Nutzeneffekte negativ ist. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass nicht nur die Publikation, sondern auch die Zurückhaltung eines Ratings bei Bekanntwerden bonitätsbezogene Schlussfolgerungen und Reaktionen anderer Marktteilnehmer auslösen kann.

Financial Strength Ratings von Versicherungsintermediären informieren eine Interessentenmehrheit. Hierbei richten sie sich direkt an Versicherungsnehmer, indirekt – da diesen nachgeordnet, an weitere Kontraktpartner, wie andere Gläubiger oder Eigentü-

³⁴⁶ Vgl. Partnoy (1999), S. 653.

³⁴⁷ Vgl. stellvertretend Gonzalez et al. (2004), S. 8; Smith/Walter (2002), S. 292; ergänzend auch Leonard (1983), S. 22.

³⁴⁸ Vgl. AFP (2004), S. 3 und bes. S. 15: „companies that hope to have their debt purchased by large institutional investors, including banks, mutual funds, and insurers, must have a rating [...]“.

mer³⁴⁹. Vorgenannte Motive gelten analog, wenn es etwa um die Hereinholung nicht-versicherungstechnischen Fremdkapitals zu (1) möglichst guten Konditionen bei (2) einem seinerseits regulierten Bankintermediär geht. Gleiches gilt für Vertragsverhältnisse mit den Kerninteressenten: Hier wären Ratings dadurch motiviert, mittels einer Verbesserung der Informationslage beim (potentiellen) Versicherungsnehmer

- eine geringere Versicherungssumme bei einer bestimmten Prämie bzw. eine höhere Prämie für eine bestimmte Versicherungssumme durchsetzen zu können,
- in den Auswahlbereich von Versicherungsentscheidungen treffenden Marktteilnehmern aufgenommen zu werden, die den nun gerateten Versicherungsintermediär bislang (aufgrund des fehlenden Ratings) nicht berücksichtigt haben³⁵⁰.

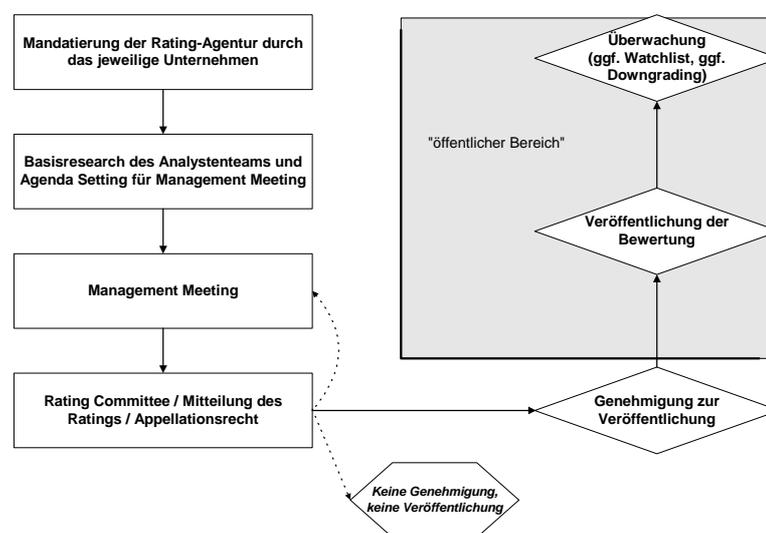


Abb. 18: Leistungserstellungsprozess für solicited ratings³⁵¹

Diesen Nutzenpotentialen muss das Management zunächst die einhergehenden Kosten eines solicited ratings gegenüberstellen. Hierzu zählt unmittelbar das an den Rating-Produzenten zu zahlende Honorar. Informationen hierüber sind indes nur spärlich vorhanden. Per 2003 begannen die von den wichtigsten Produzenten verlangten Honorare in der Regel bei 5.000 € und endeten jenseits von 1.000.000 €³⁵²; in einem anderen Fall wurden per 2004 Einmalkosten zwischen 40.000 € und 80.000 € sowie laufende Über-

³⁴⁹ Vgl. zu den Inhalten der Financial Strength Ratings von Versicherungsintermediären stellvertretend Berblinger (1996), S. 41 – 43, 99 – 101.

³⁵⁰ Vgl. – auch mit Blick auf die nach Versicherungsnehmern bzw. –sparten unterschiedliche Wirksamkeit des Ratings – Schulz (2005), S. 11f.

³⁵¹ Quelle: Modifiziert nach Standard & Poor's (2003), S. 7. Vgl. für eine ausführliche, durch detaillierte Graphiken unterlegte Darstellung auch Everling (1991), S. 111 – 119; ferner Heinke (1998), S. 31 – 34; Lanfermann (1998), bes. S. 24.

³⁵² Vgl. die Erhebungsergebnisse bei Laster/Swiss Re (2003), S. 10f. Vgl. für einen schmaleren Korridor mit höherer Untergrenze per 2000 auch Smith/Walter (2002), S. 302. Vgl. ausführlich auch Butler/Rodgers (2003), bes. S. 8f.

wachungskosten von 25.000 € bis 40.000 € p.a. genannt³⁵³. Hinzu kommen weitere Nachteile, die indes nicht gleichermaßen gut bewertbar sind, um zwischen der Selbsterstellung bestimmter Informationen und ihrem Fremdbezug abzuwägen:

- *Zeitaufwand* des Managements³⁵⁴ für die Auswahl eines Produzenten, die Verhandlung und interne Vorbereitung des Ratings, die Begleitung seiner Erstellung sowie die anschließende Pflege der Beziehungen zum Produzenten;
- weitere Belastungen der Unternehmens- und persönlichen Performance durch zusätzliche *Verwaltungsausgaben* im Zuge des Ratings, die bis hin zur Einrichtung neuer Stellen für „Rating (Agency) Relations“ reichen können³⁵⁵;
- insbesondere aber Ergebnisbelastungen durch Maßnahmen, die allein deswegen ergriffen werden, um zur Rating-Verbesserung beizutragen, wie etwa die Aufnahme neuen, vergleichsweise teuren Eigenkapitals³⁵⁶;
- Behinderung der Ausübung von Unternehmerfunktionen und Veränderung der Risikoumgebung durch Eingehen neuer *Abhängigkeiten*, wobei
- die Gefahren aus der neu eingegangenen (Agency-)Beziehung noch dadurch akzentuiert werden, dass einmal initiierte Ratings eine erhebliche *Remanenz* aufweisen können.

Das Resultat dieser Kosten-Nutzen-Abwägung ist sodann nicht isoliert zu betrachten, sondern gegen die vorhandenen Opportunitäten zu stellen. Als solche müssen hierbei ins Kalkül gezogen werden (1) ein weiterhin ungerateter Zustand des Versicherungsintermediärs und (2) ein unsolicited rating ohne Mitwirkung und Zustimmung des Managements. Als Initiator treten in diesem Fall andere Stakeholder auf, in beiden Fällen könnte daher das Management *direkte Signale* an die Marktteilnehmer geben.

Die diesem signaling innewohnenden Probleme reduzieren indes gerade die Attraktivität dieser Opportunitäten aus Sicht des Managements: Das Rating wird von ihm initiiert, um bestimmte *zertifizierte Signale* an (potentielle) Stakeholder zu senden und sie in der Folge zu erwünschten Verhaltensweisen zu veranlassen. Das Management des Versicherungsintermediärs beauftragt den Informationsintermediär also, als sein *Signaling-Agent* zu fungieren. Grund ist die Erwartung, dass die durch dieses indirekte Setzen von Signalen (das in Anlehnung an die Theorie als „delegated signaling“ bezeichnet werden

³⁵³ So bei Hinrichs (2004).

³⁵⁴ Zur Relevanz dieser Kostenkategorie vgl. auf empirischer Basis Ellis (1997), S. 5. Abseits des auf diese Zeiten entfallenden Teils der Managementvergütung ist zu berücksichtigen, dass es währenddessen für die Wahrnehmung anderer unternehmerischer Aufgaben nicht zur Verfügung steht, wofür eine Bepreisung mit Opportunitätssätzen erforderlich wäre.

³⁵⁵ Vgl. ausführlich Daenert et al. (2005), hier bes. S. 258.

³⁵⁶ Die Rating-Produzenten selbst offerieren Tools, um diese zusätzlichen Eigenkapitalkosten für die Erreichung eines bestimmten Ratingniveaus zu berechnen, vgl. einführend Schulz (2005), S. 10.

könnte) bewirkten Verhaltenseffekte wünschenswerter sind, als wenn das Management selbst keine, andere, oder gleichlautende Informationen publiziert hätte³⁵⁷.

Unternehmensseitige Gründe für diese Nachteile selbsterstellter Signale liegen zum einen in den für die Informationsangebote des Managements geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen (z.B. den Bilanznormen), zum anderen in den ökonomischen Anzeizeffekten, die auf das Management und sein Informationsverhalten einwirken. Zum Teil unabhängig davon, zum Teil gerade deswegen, weil ihnen diese Umstände bewusst sind (z.B. transparenzmindernde bilanzielle Ansatz-/Bewertungswahlrechte), besteht überdies auf Seiten der Interessenten ein nur eingeschränktes und ungleich verteiltes Wissen, Wollen und Können dahingehend, die Informationsangebote des Managements ggf. zu beschaffen, vor allem aber auszuwerten und zur Entscheidungsgrundlage zu machen. Die Vor- und Nachteile eines direkten gegenüber einem indirekten, an einen externen Produzenten delegierten signaling ergeben sich in der Folge spiegelbildlich.

Welche Alternative aus Sicht des Managements letztlich vorteilhaft ist, hängt daher vom Einzelfall ab, angefangen beim Wissen, Wollen und Können des Informationsintermediärs. Eine weitere Frage ist, ob dessen Urteil von den Marktbewertungen des Risikos des Versicherungsintermediärs, die sich ohne Rating ergeben hätten, nach oben, unten oder gar nicht abweicht.

Mit der (Bedeutung der) Reputation eines Rating-Produzenten herrscht indes ein „powerful incentive to maintain ratings that are not too-out-of-line with established standards“³⁵⁸. Andererseits haben nicht nur jüngste Auseinandersetzungen in Deutschland gezeigt, wie sehr Ratings von den Erwartungen – hier: des Managements der bewerteten Unternehmungen – abweichen können. Auch für die USA weisen empirische Ergebnisse darauf hin, dass etwa ein Drittel der befragten Manager das Rating des von ihm geführten Unternehmens für zumindest ungenau hält³⁵⁹. Sogar dann, wenn mit schlechteren als angemessen erachteten Beurteilungen und darauf basierenden Signalen zu rechnen ist, kann die Entscheidung dennoch für ein *solicited rating* ausfallen im Sinne einer typischen *second-best-solution*, wenn nämlich andernfalls

- ein *unsolicited rating* zu erwarten ist, das noch schlechter ausfällt; und/oder
- mit dem Verzicht *Marktusancen* widersprochen würde.

So müsste ein Management, dessen Unternehmen als einziges einer Branche ungeratet bleibt, befürchten, allein durch diesen Verstoß gegen die geltenden Regeln ein Signal auszusenden, das Marktteilnehmer veranlasst, negative Bonitätsvermutungen anzustellen. Das gilt analog, wenn ein bisheriger Rating-Initiator seine Initiative einstellt, um

³⁵⁷ Vgl. zur Bedeutung von Ratings aus Managementsicht vor dem Hintergrund u.a. der Rechnungslegung bereits Pogue/Soldofsky (1969), S. 203f.

³⁵⁸ Cantor/Packer (1996), S. 2; vgl. auch Heinke (1998), S. 240f.; Estrella et al. (2000), S. 12.

³⁵⁹ Vgl. aktuell AFP (2004), S. 4f., wonach dieser Anteil überdies im Zeitablauf gestiegen ist.

künftig auf ein Rating zu verzichten. Dies dürfte am Markt als negatives Signal empfunden werden und entsprechende Sanktionen auslösen³⁶⁰.

Analog besteht die Gefahr, dass Marktteilnehmer schon die Tatsache, dass ein Rating nicht solicited, sondern unsolicited erfolgt, negativ in ihre Bonitätseinschätzung und die darauf basierenden Renditeforderungen einfließen lassen. Dies geht auf die „bad types do not signal“-Hypothese³⁶¹ zurück, derzufolge nur Versicherungsintermediäre schlechter Bonität darauf verzichten würden, ein solicited rating zu initiieren. Die im Zuge eines unsolicited ratings zu befürchtenden Fehlbewertungen durch den Rating-Produzenten bzw. Fehlschlüsse durch Rating-Interessenten gelten daher als maßgeblich dafür, dass Manager mehr Ratings (bzw. Ratings von mehr Produzenten) initiieren, als von ihren Interessenten, insbesondere Kapitalgebern, eigentlich erwartet wird³⁶².

Die hierdurch bedingten Anreize für das Management sind auf den US-amerikanischen Märkten stark genug, dafür zu sorgen, dass die überwiegende Mehrheit der Unternehmen über solicited ratings verfügt. Genau umgekehrt zeigt sich bislang das Rating auf Versicherungsmärkten aus deutscher Sicht: Deutsche Versicherungsintermediäre verfügen in der Mehrheit über unsolicited ratings³⁶³. Nachfolgend wird behandelt, welche Alternativen in ihrem Kosten-Nutzen-Kalkül demnach bislang vorteilhaft erscheinen.

5.3.1.2. Stakeholder

Fungiert das Management des bewerteten Unternehmens nicht als Initiator oder anderweitiger Unterstützer eines Ratings, handelt es sich um ein unsolicited rating³⁶⁴. Hieraus ergibt sich, dass unsolicited ratings stets auch public information ratings sein müssen, da dem Produzenten lediglich die publizierten Informationen über den Bewerteten zur Verfügung stehen³⁶⁵. Als Initiator eines solchen unsolicited ratings kämen im Grunde alle weiteren Stakeholder eines Versicherungsintermediärs in Frage. Aufgrund ihrer besonderen Bedeutung werden hiervon die ebenfalls als Stakeholder einzustufenden Informationsintermediäre im Folgekapitel separat behandelt. Für sie, wie auch für die nachfolgend unterschiedenen Interessenten, gilt analog den Überlegungen für das Management des Versicherungsintermediärs, dass die Initiative zu einem Rating eine für sie günstige Kosten-Nutzen-Relation aufweisen muss.

³⁶⁰ Vgl. Schulz (2005), S. 15; AFP (2004), S. 7.

³⁶¹ Butler/Rodgerson (2003), S. 18; vgl. prägnant auch Byoun/Shin (2002b), S. 5: „bad firms choose not to signal and their quality is revealed by unsolicited ratings.“

³⁶² Vgl. ausführlich Ellis (1997), passim, bes. S. 1, 17.

³⁶³ Vgl. Hinrichs (2004).

³⁶⁴ Vgl. Estrella et al. (2000), S. 16: “a rating, which might be termed “unsolicited”, [comes] without a request from, or the collaboration of, the entity being rated.”

³⁶⁵ Vgl. prägnant Bottini (1993), S. 597; auch Byoun/Shin (2002a), S. 104.

Ausgehend von ihrem besonders intensiven Interesse an der Überlebens- und Leistungsfähigkeit des Versicherungsintermediärs kämen die Interessengruppen der Versicherungsnehmer – und derivativ die von ihnen beauftragten Vermittler – als Initiatoren von Ratings vorrangig in Betracht, da ihr Nutzen durch eine verbesserte Informationslage über die zentralen Risikoeigenschaften des Versicherungsintermediärs steigt. Der Rating-Produzent würde also nicht vom Mittelnachfrager, sondern von einem der Mittelanbieter als Agent eingesetzt: Er ist dann kein signaling-, sondern ein screening-agent – bzw. Sonderform eines *delegated monitor* im Sinne von DIAMOND³⁶⁶. Die Interessenlage und Verhaltensanreize der Versicherungsnehmer können hierbei analog denen der fragmentierten Eigentümerge samtheit einer Kapitalgesellschaft entwickelt werden. Auch dort gilt zunächst, dass „fragmented ownership creates the need for external monitors, so called reputational intermediaries“³⁶⁷. Indes führt dieser dem Grunde nach vorhandene Bedarf regelmäßig nicht zu einer Beauftragung des Informationsintermediärs.

Maßgeblich für diese Zurückhaltung ist, dass die Interessen und positiven Anreize auf Seiten der Versicherten überlagert werden von massiven negativen Anreizen („Abreizen“), die als *Gefangenendilemma* beschrieben werden können analog dem, welches im Kontext der Kontrollanstrengungen von Minderheitseigentümern im Allgemeinen und Kleinaktionären einer Aktiengesellschaft im Besonderen besteht³⁶⁸: Die Versicherungsnehmer laufen aus den beschriebenen Informationsasymmetrien heraus grundsätzlich die Gefahr, dass sich Entscheidungsträger eines Versicherungsintermediärs ihnen gegenüber opportunistisch verhalten. Ihr Nutzen stiege also c.p., wenn sie die Gefahr dadurch mindern würden, dass sie einem Informationsintermediär einen Bewertungsauftrag erteilen. Besonders dann, wenn dieser hierfür einen Preis fordert, ist der Auftrag für den beauftragenden Versicherungsnehmer mit Honorarkosten verbunden. Da Ratings im Regelfall publiziert werden, lassen sich die Nutzen der darin liegenden Information jedoch nicht internalisieren. Die Kosten/Nutzen-Relation ist also für den auftraggebenden Versicherungsnehmer erheblich schlechter als für alle anderen, weswegen ein *Anreiz zur Untätigkeit* (und zum Hoffen auf eine anderweitige Auftragserteilung) existiert. Diesem Anreiz zu gehorchen, ist aus dem individuellen Kalkül jedes Versicherungsnehmers heraus rational und insoweit zu erwarten, es führt in der Gesamtsicht indes zum – aus Interessentensicht – unerwünschten Resultat ausbleibender Ratings.

Für wie viele Stakeholder die vorangestellten Überlegungen gelten, hängt entscheidend vom Preis eines Ratings ab. Die Mehrheit der Stakeholder eines Versicherungsintermediärs agiert aus Interessenlagen heraus, die ggf. schon dem Grunde nach schwer zu bepreisen sind, unabhängig davon aber bereits der Höhe nach einen (möglichen) Informa-

³⁶⁶ Vgl. Diamond (1984).

³⁶⁷ Maddaloni/Pain (2004), S. 32.

³⁶⁸ Vgl. grundlegend Alchian/Demsetz (1972), hier bes. S. 780, 787f. Für einen Überblick vgl. zudem Crasselt/Gassen (2005), S. 128f.

tionszuwachs durch ein Rating zu vorgenannten Konditionen eher unattraktiv erscheinen lassen. Eine Ausnahme hiervon könnten allenfalls Versicherungsnehmer (1) institutioneller Prägung sein, die (2) ein großvolumiges Risiko mit entsprechend hohem Prämienniveau verhandeln³⁶⁹. Ihr Chance-/Risiko-Kalkül würde auch durch die zusätzlichen Transaktionskosten einer Honorarauszahlung der vorgenannten Höhe möglicherweise nicht entscheidend verändert. Allerdings besteht die Möglichkeit, dass ein erstes Rating so schlecht ausfällt, dass es nicht angeraten erscheint, mit dem Bewerteten zu kontrahieren, wodurch sich die Abwägung darüber, ein Rating zu initiieren, in Bezug auf einen alternativen Kontraktpartner wiederholt. In der Folge verschlechtert sich die Relation von zu internalisierenden Kosten und nicht internalisierbarem Nutzen, womit der Anreiz selbst für denkbare Initiatoren außerhalb des Managements sinkt. Im Übrigen sind die Interessenten, die noch am ehesten als Initiatoren eines unsolicited ratings in Frage kommen, auch am ehesten dafür qualifiziert, ihrerseits die Rolle des Produzenten zu übernehmen. Auf Versicherungsmärkten könnten dies sowohl Erstversicherer, die im Rahmen der Rückversicherungspolitik die Bewertung eines Rückversicherers nachfragen, als auch Rückversicherer sein, die sich über Risiken im Rahmen ihrer Zeichnungspolitik informieren wollen³⁷⁰.

Einen Sonderfall stellen schließlich die unter der Bezeichnung „Öffentlichkeit“ zusammengefassten Akteure dar³⁷¹. Für sie gilt das Gefangenendilemma umso mehr, gleichzeitig stehen sie für eine in der Gesamtheit beachtliche Partei. Ein Rating in ihrem Interesse wird erst dann initiiert, wenn sich ein Rating-Produzent infolge entsprechender Wahrnehmung veranlasst sieht, ein „Rating im öffentlichen Interesse“ zu erstellen. Da in diesem Fall kein Auftrag vorliegen kann, der beim Rating-Produzenten die Inangasetzung des Leistungserstellungsprozesses bewirkt, sind Ratings dieser Art nicht zu unterscheiden von solchen, die der Informationsintermediär aus eigenem Antrieb, also in „Selbstbeauftragung“ anfertigt. In der Folge existieren unsolicited ratings zum ganz überwiegenden Teil in der Form, dass sie auf eine Initiative des entsprechenden Produzenten selbst zurückgehen.

5.3.2. Informationsintermediäre

Erweisen sich sowohl für das Management eines Versicherungsintermediärs als auch für die anderen genannten Interessenten die Anreize zur Auftragsvergabe über ein Versicherungsrating als unzureichend, liegt für das Unternehmen zunächst keine externe

³⁶⁹ Vgl. Sönnichsen (1996), S. 438f.

³⁷⁰ Vgl. zu den Beziehungen zwischen Erst- und Rückversicherer einfürend Müller, H. (1999), S. 310; Koch (1988), S. 697.

³⁷¹ Vgl. ausführlich zur Problematik von (weiten) Begriffsabgrenzungen für Stakeholder Mitchell/Agle/Wood (1997), bes. S. 855 – 857.

Expertenschätzung vor, es ist „ungeratet“. Dieser Zustand kann sich nicht nur im Zeitablauf – mit den Kosten-Nutzen-Kalkülen der Interessenten – verändern, sondern auch unmittelbar, wenn ein Entscheidungsträger der Interessengruppe der Rating-Produzenten sich zu einer „Selbstbeauftragung“ entschließt. Die ökonomische Analyse dieser häufigsten Variante von unsolicited ratings ist gerade für den deutschen Versicherungsmarkt von Bedeutung, weil sie hier bislang die solicited ratings überwiegt.

Unsolicited ratings werden zwar nicht von allen Informationsintermediären explizit produziert und am Markt veröffentlicht³⁷², sie sind aber gerade auf den Märkten für Ratings und insbesondere für Ratings deutscher Versicherungsintermediäre von erheblicher Bedeutung. Dies gilt zunächst nicht für die Einkommenserzielung der Rating-Produzenten: Sie generieren schätzungsweise 90% ihres Einkommens aus Honoraren für solicited ratings, 10% aus Honoraren von Abonnenten sonstiger Informationsleistungen³⁷³. Im Umkehrschluss bedeutet das, dass sie aus unsolicited ratings allenfalls marginale Einkommenszuwächse erzielen können, diese also in der Tat regelmäßig auf einer Selbstbeauftragung basierten.

Angesichts fehlender Mittelzuflüsse aus unsolicited ratings stellt sich die Frage, welches Kosten-Nutzen-Kalkül Informationsintermediäre dennoch veranlasst, sie anzubieten. Hinsichtlich der Kostenkomponente wirkt begünstigend, dass das benötigte Leistungserstellungspotential sowie der Leistungserstellungsprozess für unsolicited ratings extrem *kostengünstig* darzustellen sind, da durch die Einschränkung auf publizierte Informationen des Bewerteten³⁷⁴

- eine geringere *Quantität* von Informationen zu bewältigen ist,
- die überdies von besserer Bearbeitungs*qualität*, da in der Regel auch auf elektronischem Wege erhältlich und bearbeitbar³⁷⁵, ist.

Da diesen Kosten Nutzenpotentiale gegenüberstehen, ergeben sich Möglichkeiten zur Erzielung von Arbitragegewinnen im Sinne der Ausübung von Unternehmerfunktionen. Diese vollziehen sich – angesichts der Unabhängigkeit von einem externen Initiator, der andernfalls auf die unternehmerischen Handlungen einwirkt – überdies unter weniger limitierenden Rahmenbedingungen. Mangels unmittelbarer Mittelzuflüsse erschließen sich diese Nutzenpotentiale indes erst in einer *prozess-* und *zeitraumbezogenen* Betrachtung.

³⁷² So betont Standard & Poors's bei seinen „pi“-Ratings die Informationsgrundlage („public information“) und will die Ratings nicht als „unsolicited“ verstanden wissen; obgleich es sich aus ökonomischer Sicht um genau solche handelt, vgl. für die Sichtweise von Standard & Poor's etwa Rief (2004), S. 51f.; aus ökonomischer Perspektive vgl. demgegenüber kritisch hingegen Smith/Walter (2002), S. 312; Byoun/Shin (2002a), S. 104; Estrella et al. (2000), S. 3, 176. Vgl. zur Produktion von unsolicited ratings durch die wichtigsten Informationsintermediäre im Einzelnen Kapitel 5.4.1.

³⁷³ Vgl. die Auskünfte von Vertretern führender Rating-Produzenten im Rahmen von SEC-Hearings bei SEC (2003a), S. 41. Vgl. ergänzend auch Smith/Walter (2002), S. 289f.; Partnoy (1999), S. 652f.

³⁷⁴ Vgl. ausführlich Everling (1991), S. 122f.

³⁷⁵ Vgl. Güttler/Paveleanu/Behr (2005), S. 21.

tung, da unsolicited ratings einen entscheidenden Zugang zu den solicited ratings darstellen. Dass dieser Umweg beschritten werden muss, ist über ein spezifisches Dilemma zu erklären, welches Rating-Produzenten auflösen müssen.

Aus der Abhängigkeit eines Ratings-Produzenten von seiner Reputation folgt, dass neu begründete Rating-Produzenten einem fundamentalen Dilemma unterliegen, welches aus dem Informationsparadoxon heraus entsteht: Die Qualität der Informationsdienstleistung Rating-Urteil kann ein Interessent nicht ex ante abschätzen³⁷⁶. Dafür müsste er das Bewertungsobjekt ebenso gut kennen wie der Rating-Produzent – woraufhin er selbigen nicht mehr benötigen würde. Jedoch sind nur die wenigsten Marktteilnehmer in der Lage, einen Rating-Produzenten so fundiert zu beurteilen. Für die Mehrheit gestalten sich die einhergehenden Messkosten aufgrund der Dominanz von Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften der Marktleistung des Rating-Produzenten prohibitiv hoch³⁷⁷.

Dann aber kann sich die Qualität eines Ratings erst ex post, für den Interessenten und Nutzer also erst im Nachgang zu seiner Inanspruchnahme erweisen. Hierfür wäre indes erforderlich, dass ein Marktteilnehmer als Initiator fungiert. Dies ist aber solange unwahrscheinlich, wie vorgenannte Qualitätsunsicherheit gilt. Den für die Erzielung ökonomischen Erfolgs erforderlichen Qualitätsnachweis kann ein Informationsintermediär – und insbesondere ein Newcomer auf diesem Gebiet – nur indirekt erbringen. Als Surrogate oder Indikatoren, die die Messkosten der Interessenten auf ein erträgliches Maß reduzieren, können insbesondere Kompetenzen, Kapazitätsauslastungen des Anbieters sowie seine Reputation herangezogen werden³⁷⁸. Während ein Abstellen auf Kapazitätsauslastungen die Gefahr birgt, self-fulfilling prophecies zu erliegen, erweisen sich Kompetenzen als schwer beurteilbar. Reputation aufzubauen, ist aufgrund des geschilderten Dilemmas schwer: Reputation entsteht aus einem erfolgreichen unternehmerischen track record, also der zumindest ex post nachgewiesenen Qualität von Marktleistungen³⁷⁹. Als anerkannt verlässliches Gütesiegel können sich Ratings eines Rating-Unternehmens aber erst erweisen, wenn sie in ausreichendem Maße nachgefragt werden. Reputation und Nachfrage können daher in einer Aufwärtsspirale verkettet miteinander wachsen – sofern sich diese überhaupt beginnen lässt: Je mehr Kapitalüberlassungen ein Rating-Produzent bis zum Zeitpunkt t bewertet hat, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass Interessenten auch im nächsten Zeitpunkt $(t+1)$ ein Rating eben dieses Produzenten nachfragen. Umgekehrt gilt aber auch: Je weniger Urteile ein Rating-Produzent (1) überhaupt publiziert hat und (2) sich davon als zutreffend erweisen, desto geringer die Reputation, desto geringer der Qualitätsindikator, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass ein weiteres Urteil nicht nachgefragt wird. Daher werden dem

³⁷⁶ Dezidiert Shapiro (1982), S. 20: „Virtually all services are impossible to evaluate until they are used“.

³⁷⁷ Vgl. Fließ (2004), S. 35.

³⁷⁸ Vgl. Fließ (2004), S. 35 (m.w.N.).

³⁷⁹ Vgl. Spremann (1988), S. 620; ausführlich auch Kapitel 2.3.2.2 dieser Arbeit.

Rating-Produzenten Marktzugang und ökonomischer Erfolg, möglichen Initiatoren und Interessenten Nutzen aus seinen Informationsdienstleistungen verwehrt bleiben, solange der Rating-Produzent nicht eine Mindestreputation entwickelt. „Independent information producers [...] have the same *problem of establishing their own brand names* before they can be of value to others“³⁸⁰.

Unsolicited ratings aber geben Produzenten eine Möglichkeit dieses Dilemma aufzulösen, indem sie es erlauben, Reputation zu erwerben, auch ohne dass es die Erteilung eines Auftrages durch einen anderen Marktteilnehmer voraussetzt. Unsolicited ratings stehen daher für eine wichtige Markteintrittsstrategie und eine unternehmerische Handlungsalternative, welche die Begründung eines Informationsintermediärs als Institution lohnend erscheinen lassen kann, da durch sie ein Zugang zu den (Einzahlungen liefernden) solicited ratings geschaffen wird, die die Erzielung auskömmlicher Arbitragegewinne ermöglichen. Aber auch für bereits etablierte Rating-Produzenten bieten unsolicited ratings eine Chance zur Erhöhung von Arbitragegewinnen, denn sie erweitern den Alternativenraum zur Erzielung von Wettbewerbsvorteilen gegenüber der Konkurrenz: „rating agencies provide unsolicited ratings to investors in an attempt to gain a competitive advantage over those who do not assign unsolicited ratings“³⁸¹.

Während unsolicited ratings deswegen, weil sie einen Markteintrittskanal sowie erweiterte Möglichkeiten unternehmerischer Aktivität bieten, einerseits positiv bewertet werden können, sind mit dieser Selbstbeauftragung des Informationsintermediärs andererseits spezifische Anreizeffekte verbunden, die sich negativ auf die Bewertung dieser Rating-Variante niederschlagen. Hierzu zählt in erster Linie die Gefahr einer gezielten Verzerrung durch den Produzenten mit dem Ziel, andere Marktteilnehmer zur Übernahme der Initiatorfunktion zu bewegen.

Solche Verhaltensweisen setzen entsprechendes *opportunistisches Wollen* des Produzenten voraus. Dieses ist im Zusammenhang zu sehen mit dem bei ihm vorhandenen *Wissen*. Dieses Wissen wiederum wird aufgrund der unterschiedlichen Informationsgrundlagen von solicited und unsolicited ratings unterschiedlich ausfallen, wobei das Ausmaß des Unterschieds entscheidend davon abhängt, welche Informationen nach den geltenden Rahmenbedingungen zu publizieren sind, also auch für ein unsolicited rating genutzt werden können. Tendenziell dürfte sich etwa die Informationsbasis für unsolicited ratings bei anglo-amerikanisch geprägter Rechnungslegung als breiter erweisen als bei kontinentaleuropäischer³⁸², was für geringere Wissensunterschiede bei der Erstellung von solicited/unsolicited ratings spräche. Zudem darf bezweifelt werden, dass dem

³⁸⁰ Hirshleifer (1973), S. 37 (Hervorhebung vom Verf.).

³⁸¹ Byoun/Shin (2002a), S. 99.

³⁸² Vgl. Monro-Davies (1996), S. 178f. Die Annahmen zu Publizierungsneigung und Informationsverarbeitungsfähigkeiten bei Leonard (1983), hier bes. S. 23, 28 (Note 1), erscheinen dagegen allzu optimistisch.

Rating-Produzenten für ein solicited rating tatsächlich alle bewertungsrelevanten Informationen unterschiedslos verfügbar gemacht werden. Vielmehr überwiegen Anzeichen für die Wirksamkeit von Anreizeffekten dahingehend, vor allem kritische Informationen zurückzuhalten sowie das gelieferte Informationsmaterial in besonders günstiger Art und Weise „aufzuarbeiten“.³⁸³

Hinzu tritt das *Können* des Produzenten, verkörpert in Know-how, Humanressourcen, Technik usw.³⁸⁴ – das er zur Wissensaufbereitung und Wissensvermittlung theoretisch nutzen kann; diesbezüglich bestehen nur geringe Unterschiede zwischen solicited und unsolicited ratings.

Das Wollen des Produzenten wird schließlich determiniert durch arteigene Anreizeffekte, unsolicited ratings wie beschrieben *opportunistisch als Disziplinierungsinstrument* einzusetzen. Reputations- und Klagerisiko setzen zwar bei jedem Rating Anreize, ein möglichst zutreffendes Urteil zu publizieren. Im Fall von unsolicited ratings bestehen allerdings gegensätzliche Anreize, besondere Strenge walten zu lassen (oder auch nur in Aussicht zu stellen), um die davon betroffenen Manager bewerteter Unternehmen zu animieren, ein solicited rating zu initiieren³⁸⁵. Zwar steht ein missbräuchlicher Einsatz von Verhandlungsmacht im Widerspruch zur angestrebten Reputationswahrung, doch haben sich Rating-Produzenten bei der Erstellung von unsolicited ratings über diesen Gedanken bereits hinweg- und daraufhin erheblicher Kritik ausgesetzt, die in der juristischen Bewertung dieser Politik als missbräuchliche Praxis gipfelte³⁸⁶. Ein „unduly conservative“ geprägtes Vorgehen bei unsolicited ratings kann umgekehrt auch als „Belohnung“ („reward“) für die Unternehmen(sleitungen) interpretiert werden, die ein solicited rating initiiert haben³⁸⁷. Analog umgekehrt kann ein Rating-Produzent mit (der Inaussichtstellung von) besonders positiven solicited ratings agieren.

Ebenso wie die Kosten-Nutzen-Kalküle der Entscheidungsträger des Informationsintermediärs verändert die Möglichkeit von unsolicited ratings auch die der Manager bewerteter Unternehmen: Ihr Entscheidungskalkül, das zunächst nur die Opportunitäten (a) solicited rating und (b) kein Rating enthielt, wird nun um (c) unsolicited ratings erweitert. Je mehr aber damit zu rechnen ist, dass ein solches Rating unter sonst gleichen Bedingungen ungünstiger ausfällt als ein solicited rating, desto größer ist dessen Nutzenpotential infolge vermiedener negativer Einflüsse – wie steigende Kapitalkosten, behördliche Anfragen oder beschädigtes Image – eines unsolicited rating.

³⁸³ Vgl. Partnoy (1999), S. 666f.

³⁸⁴ Vgl. auch bereits die Beantwortung entsprechender Anfragen von Pogue/Soldofsky (1969), S. 202.

³⁸⁵ Vgl. stellvertretend Güttler/Paveleanu/Behr (2005), passim, hier S. 4.

³⁸⁶ Vgl. stellvertretend Byoun/Shin (2002a), S. 99. Zur Bewertung als „abusive practices“ vgl. U.S. SEC (2003a), S. 24; vgl. ferner Butler/Rodgers (2003), S. 16f.

³⁸⁷ Vgl. zu dieser Form eines „reward“ Cantor/Packer (1994), S. 5.

Auch für die Interessenten und Nutzer von Ratings erhöht sich dadurch, dass Informationsintermediäre unsolicited ratings initiieren, die Komplexität ihrer Entscheidungssituation: Neben vorgenannten Anreizeffekten, die beim Produzenten zu vermuten sind und ihren Folgewirkungen müssen die Interessenten ins Kalkül ziehen, dass unsolicited ratings einen anderen Informationsgehalt aufweisen. Grundsätzlich könnte unterstellt werden, dass ihr Informationsgehalt im Vergleich zu solicited ratings geringer ausfällt, da sie auf einer schmaleren Informationsbasis, nämlich allein den ohnehin vom Bewerteten publizierten Informationen beruhen³⁸⁸. Dem wären zunächst die Hinweise relativierend gegenüberzustellen, dass *weder solicited noch unsolicited ratings* neue Informationen verfügbar machen, da verschiedene empirische „studies provide a strong body of evidence that bond ratings provide no 'new' information to the market [...]“³⁸⁹.

Selbst dann, wenn dieser – hochgradige Kapitalmarkteffizienz signalisierenden – Aussage zuzustimmen wäre, sprechen aber andere Gründe für die „Werthaltigkeit“ der Intermediationsleistung eines Rating-Produzenten:

- Unter den realistischen Annahmen, dass das Wissen der Marktteilnehmer (a) unvollständig und (b) ungleich verteilt ist, bringt ein Rating-Produzent möglicherweise kein neues Wissen an sich, wohl aber einen *neuen Zugang zu Wissen* hervor. Die Bedeutung dieses Informationsintermediärs läge dann nicht in der Schaffung neuen, bislang objektiv unbekanntes Wissens, sondern in der *Vermittlung vorhandenen, aber bislang subjektiv unbekanntes Wissens*.
- Für die bisherige Unbekanntheit vorhandenen Wissens können bei einem bestimmten Marktteilnehmer verschiedene Gründe verantwortlich sein. Hierzu zählt die Quantität und Qualität der bei eigener Auswertung zu verarbeitenden Informationen³⁹⁰. Der Nutzen von Ratings kann daher bereits darin liegen, dass sie eine verständliche, fachkundige und *ökonomisch sinnvolle Aufbereitung und Zusammenfassung* oder Bestätigung des vorhandenen Wissens verkörpern³⁹¹.

Diese Leistungen sind aber c.p. umso wertvoller, je mehr Informationen ihnen zugrunde liegen, weswegen das Nutzenpotential von solicited ratings auch dann höher einzustufen wäre, wenn sie ebenso wenig „neue“ Informationen enthalten wie unsoliciteds. Solicited und unsolicited ratings werden sich daher regelmäßig aus diversen Gründen voneinander unterscheiden, der Saldo der verschiedenen Einflüsse aber ist einzelfallabhängig.

³⁸⁸ Vgl. stellvertretend Ellis (1997), S. 9; Schmidt (1996), S. 268. Diese Tatsache drückt sich auch in ihrer Bezeichnung als „public information (pi) rating“ aus.

³⁸⁹ Leonard (1983), S. 22 (m.w.N.). Vgl. von den zitierten Untersuchungen stellvertretend Pogue/Soldofsky (1969). Vgl. darüber hinaus zum *Rating-Paradoxon* gleichzeitiger Bedeutsamkeit und Informationsarmut kritisch insbesondere die Arbeiten von FRANK PARTNOY (Yale), ausführlich bes. Partnoy (1999), passim, bes. S. 621 – 624, einführend auch Partnoy (2002), hier S. 65f.; sowie kompakt Partnoy (2003).

³⁹⁰ Vgl. im Grundsatz auch Shubik (1975), S. 282.

³⁹¹ Vgl. prägnant Cantor/Packer (1994), S. 10; zurückhaltender noch Leonard (1983), S. 22.

Abgesehen von Unterschieden im Einzelfall verursachen unsolicited ratings auch in der Gesamtsicht wesentliche Veränderungen der Anreizeffekte für die Beteiligten. Die Möglichkeit für einen Informationsintermediär, selbst als Initiator eines Ratings zu fungieren, dieses also ohne externen Auftrag zu erstellen, zu publizieren, und aus seiner „Bewährung“ im Abgleich mit dem tatsächlichen Marktgeschehen Reputationseffekte zu erzielen, verändert wie gesehen

- die Möglichkeiten zur Ausübung von Unternehmerfunktionen mittels der Institution Informationsintermediär,
- die Kosten-/Nutzen-Kalküle (des Managements) der bewerteten Unternehmen im Allgemeinen³⁹² und Versicherungsintermediäre im Besonderen,
- die Komplexität der erhältlichen Informationen aus Sicht der Rating-Interessenten;
- die Anforderungen an ein Konzept rating-basierter Regulierung, da in dessen Rahmen über die Gleich- bzw. Andersbehandlung von solicited und unsolicited ratings zu befinden ist³⁹³.

Angesichts dieser weiträumigen Veränderungen der Kalküle von Marktteilnehmern erweist sich die Unterscheidung nach den beiden wichtigsten Initiatoren,

- Manager von Versicherungsintermediären als Initiatoren von solicited ratings
- (Manager von) Informationsintermediären als Initiatoren von unsolicited ratings

als sinnvoll. Zudem bereitet sie den Übergang zur dritten Funktion im Rating-Kontext, zu der des Produzenten von Ratings.

Der deutsche Versicherungsmarkt befindet sich derzeit in einer Phase, da (Financial Strength) Ratings erst zur Marktusage heranreifen³⁹⁴, während vorerst noch unsolicited ratings überwiegen. Demnach muss die Übernahme der Initiatorfunktion bislang primär in den Kalkülen der Informationsintermediären, weniger in denen der Manager von Versicherungsintermediären positiv bewertet werden. Dieser Zustand erklärt sich auch aus der Auswahl von Marktteilnehmern, die als Produzenten fungieren können.

³⁹² Vgl. dahingehend im Rahmen einer empirischen Untersuchung Ellis (1997), S. 9f.

³⁹³ Vgl. ausführlich Estrella et al. (2000), bes. S. 40, 53; darüber hinaus auch Kapitel 6 dieser Arbeit.

³⁹⁴ Vgl. etwa Lanfermann (1998), S. 1 – 3; Romeike (2004), S. 10 – 12; Sönnichsen (2005), S. 78f.

5.4. Produzenten von Versicherungsratings

Produzenten von Ratings auf Versicherungsmärkten heißen Institutionen, die unter Nutzung ihrer Potentialausstattung einen Bewertungsprozess durchführen, den sie mit der Erstellung eines Leistungsergebnisses in Form eines Rating-Urteils abschließen. In einem Rating als Leistungsergebnis schlagen sich dabei nicht nur Wissen, sondern auch Wollen und Können des Produzenten nieder.

Der Begriff des Produzenten reicht über den des Anbieters von Ratings hinaus, denn er schließt auch Akteure ein, die Ratings definitionsgemäß erstellen, sie jedoch nicht im Sinne eines Informationsangebots für andere Marktteilnehmer veröffentlichen. Anknüpfend an diesem (auf reinen Eigengebrauch gerichteten) Publikationsverhalten werden bevorzugt Anbieter von Ratings (auf Versicherungsmärkten) und hierunter allein darauf spezialisierte Informationsintermediäre behandelt³⁹⁵. Zwar spielen diese Produzenten eine zentrale Rolle – und werden daher auch im Anschluss vorrangig beleuchtet –, gleichwohl ist zu berücksichtigen, dass neben ihnen auch Institutionen in Form von Bank- und Versicherungsintermediären als *Rating-Produzenten* in Frage kommen, unabhängig davon, dass sie ihre Expertenschätzungen nicht öffentlich zugänglich machen.

5.4.1. Informationsintermediäre

Der Kreis der Informationsintermediäre in Form von Rating-Unternehmen wird heute dominiert von zwei Global Players, den US-amerikanischen Rating-Unternehmen *Moody's Investor Service* („Moody's“) sowie *Standard & Poor's Division of the McGraw-Hill Companies* („S & P's“). Als dritter global aktiver Generalist ist spätestens in den letzten Jahren *Fitch Ratings* („Fitch“) zu zählen³⁹⁶. Daneben existieren Rating-Unternehmen, die sich in unterschiedliche Richtungen sowie in unterschiedlichem Ausmaß spezialisiert haben.

Die Ausführungen dieser Arbeit heben auf die fünf hervorgehobenen internationalen Rating-Unternehmen ab. Hierbei standen von Anfang an weniger die Durchleuchtung ihrer Rating-Verfahren und -Sortimente im *Einzelnen* im Vordergrund als vielmehr Fragestellungen zu den Prozessen auf und Rahmenbedingungen von Märkten für Ratings in der *Gesamtsicht*, für die diese Unternehmen repräsentativ sind. Dies gilt in besonderem Maße für *Standard & Poor's* sowie *Moody's*, die mitunter als Synonyme für sämtliche Rating-Produzenten benutzt werden³⁹⁷. Tatsächlich existiert eine Vielzahl davon, die

³⁹⁵ Vgl. z.B. Sönnichsen (1996), S. 441.

³⁹⁶ Vgl. dazu auch bereits Pogue/Soldofsky (1969), S. 203f.

³⁹⁷ Vgl. beispielhaft Belkaoui (1980), S. 44.

	A.M. Best	Dominion Bond Service	Fitch Ratings	Moody's Investor Service	Standard & Poor's
Anfänge	Alfred Magilton Best 1899	Walter Schroeder 1976	John Knowles Fitch 1913	John Moody 1900	Henry Varnum Poor 1860
Erste Publikation	1900	1976	1913	1900	Um 1860 (Poor) 1906 (Standard Statistics)
Erstes Rating	1906 1999 (securities)	1976	1924	1909	1916
Wichtige Mergers & Acquisitions	1999: TRAC		1997: IBCA Ltd. 2000: Duff & Phelps 2000: Thomson Bank Watch		1941: Fusion zu Standard & Poor's 2000/2001: Canadian Bond Rating Services
NRSRO-Status seit	2005	2003	1975	1975	1975
Hauptsitz(e)	Oldwick, New Jersey	Toronto	New York / London	New York	New York
Heutige Eigentümer	Private Investoren / unabhängig	Mitarbeiter / unabhängig	Fimalac S.A., Frankreich (gegr. 1991)	Aktionäre (common stocks, NYSE)	McGraw-Hill Cos. (seit 1966)
Niederlassungen	3 (USA, UK, HK)	3 (CAN, US)	49	25	k.A.
Mitarbeiter	~ 520	~ 115	1.500	2.500	6.000
Analysten	~ 110	~ 75	~ 850	~ 1.000	1.500
Bewertungsobjekte	Erstversicherer/ Rückversicherer	Alle Branchen / Schwerpunkt Nordamerika	Alle Branchen / Schwerpunkt Finanzintermediäre	Alle Branchen	Alle Branchen
Solicited ratings	Ja, („interactive“), primär Financial Strength Ratings	Ja	Ja	Ja	Ja („interactive“), primär Credit Ratings
Unsolicited ratings	Praktisch ja („pd- ratings“)	Praktisch ja (public ratings)	Praktisch ja (q-ratings)	Ja	Praktisch ja („pi ratings“)
Beginn	1906 (P/C) 1928 (L/H)	k.A.	1980 (debt) 1988 (fin. strength)	k.A.	1971
Versicherungsrating	~ 110	2.	35	k.A.	k.A.
Versicherungsanalysten	~ 4.500	13	1.400 VU	k.A.	~ 3.000

Abb. 19: Rating-Unternehmen im Überblick

sich mit Ausnahme von *Fitch*³⁹⁸ jedoch auf Spezialisierung und Nischenangebote ausgerichtet hat, wie auch die Größenangaben der Abbildung 19 verdeutlichen. Diese umfasst neben den drei zuvor genannten Anbietern noch *A.M. Best Company* (A.M. Best), einen auf Versicherungsratings spezialisierten Produzenten, sowie *Dominion Bond Rating Service Ltd.* (DBRS), einen vergleichsweise jungen Universalisten, der sich bislang auf den nordamerikanischen Kontinent konzentriert. Diese Abgrenzung erfolgt deswegen, weil diese fünf Anbieter in bestimmter Hinsicht die oberste Kategorie von Rating-Unternehmen repräsentieren. Das herangezogene Kriterium ist also die von der US-amerikanischen Wertpapieraufsichtsbehörde SEC vergebene Akkreditierung als „*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*“ (NRSRO). Da diese sich in besonderem Maße auf die Marktanerkennung eines Rating-Unternehmens stützt, basiert sie nicht nur auf formalrechtlichen, sondern auch ökonomischen Kriterien³⁹⁹.

Ein auf Informationsintermediation spezialisiertes (Rating-)Unternehmen wie die vorstehend überblicksartig charakterisierten wird nur dann durch einen Unternehmer begründet werden, wenn er die Möglichkeit sieht, aus dieser Tätigkeit (Arbitrage-)Gewinne zu erzielen. Stellt man auf die beiden dominierenden Erfolgsquellen der *solicited ratings* (sr) sowie der weiteren Informationsdienstleistungen (misc) ab, setzt sich die einperiodige Gewinnfunktion eines Rating-Produzenten aus dem operativen Geschäft wie folgt aus Preisen (p), Mengen (x) sowie variablen Stückkosten (k) der angebotenen und abgesetzten Leistungen sowie den Fixkosten zusammen:

$$G = \sum_{i=1}^n p_i^{sr} \cdot x_i^{sr} + \sum_{j=1}^n p_j^{misc} \cdot x_j^{misc} - \sum_{i=1}^n k_i^{sr} \cdot x_i^{sr} - \sum_{j=1}^n k_j^{misc} \cdot x_j^{misc} - K_{fix}$$

Da es sich bei *solicited ratings* um „Auftragsproduktionen“ handelt, entspricht die produzierte regelmäßig auch der bezahlten Menge, die Erlösgröße px dürfte sich also einzahlungswirksam vereinnahmen lassen. Gleiches gilt für die durch Personal- und Sachkosten dominierte Kostenseite. Angesichts dieser Gleichläufigkeiten von Einzahlungsüberschüssen und Gewinnen wird diese Größe nachfolgend weiter verwendet. Die Steigerung des so definierten Gewinns wird entscheidend dadurch beeinflusst, dass im Ergebnis eine *Informationsleistung* produziert wird: In der Folge erweist sich zunächst die von Personal- und Sachkosten dominierte *Kostenstruktur* eines Rating-Unternehmens als relativ starr. Gleichzeitig zeigen sich Maßnahmen zur Steuerung des *Kostenniveaus* besonders deutlich in der Entlohnungspolitik: Mitarbeiter gelten für Rating-Unterneh-

³⁹⁸ Das zügige Heranwachsen Fitchs zu einem global aktiven Konkurrenten geht darauf zurück, dass die Muttergesellschaft FIMALAC in erheblichem Maße externes Wachstum durch Mergers & Acquisitions finanziert hat. Hierdurch gingen eine Mehrzahl von Rating-Unternehmen durchaus bekannten Namens in Fitch auf, ihre Namen (insbesondere der seinerzeitigen NRSRO *Duff & Phelps*) hingegen verloren. Vgl. zu den M & As Abbildung 19, für einen Überblick auch Reder (2004), S. 172f.

³⁹⁹ Indes ist das Kriterium in ökonomischer Perspektive hochproblematisch, da seine Verwendung ein fundamentales Dilemma für (potentielle) Rating-Unternehmen begründet, vgl. einführend Horsch/Bonn (2005), S. 282f.; ausführlich Kap. 6 dieser Arbeit und die dortigen Nachweise.

men zwar als zentrale Ressource und dominieren daher in der *Summe* auch deren Auszahlungs- bzw. Kostenseite⁴⁰⁰. Gleichzeitig wird das Gros der Mitarbeiter im Einzelfall so bescheiden entlohnt, dass sie bevorzugte Ziele der Akquisitionsanstrengungen gerade von Finanzintermediären darstellen⁴⁰¹. Die Potentiale für Kostensenkungsmaßnahmen scheinen bereits von hierher begrenzt, hinzu kommt, dass Rating-Unternehmen existentiell von ihrer Reputation abhängig sind („Reputation is vital for a bond rating firm.“⁴⁰²) und deswegen auf eine hohe Leistungsqualität bedacht sein müssen. Die Bewirtschaftung der Auszahlungen für Leistungspotentiale und -prozesse ist für sie hierdurch eng begrenzt. Die Erzielung von Arbitragegewinnen müsste sich daher auf die Einzahlungs- bzw. Erlösseite konzentrieren, also vor allem die Zahl produzierter solicited ratings sowie ihren zahlungswirksam durchsetzbaren Preis. Höhere Preise sind c.p. um so eher durchsetzbar,

- je weniger intensiv der *Angebotswettbewerb* bzw.
- je stärker die *Nachfrage* ausgeprägt ist⁴⁰³.

Unternehmensmanager als potentielle Initiatoren werden den verlangten Preis eines Ratings indes nur dann zahlen, wenn sie durch einen höheren Nutzen überkompensiert werden. Dieser besteht vor allem in Kapitalkosteneinsparungen, die aufgrund ihrer Unsicherheit gleichwohl nicht in voller Höhe in Anrechnung gebracht werden können. Der Preisspielraum wird materiell hiervon, formell durch die im Zeitablauf herausgebildeten Preisbezugsbasen bestimmt. Der Regelfall ist eine volumensabhängige Preisstellung, die in Basispunkten (bps; 1 bps = 0,01%) des Emissionsvolumens notiert wird. Zwar sind die Vorgehensweisen der Rating-Unternehmen hier nicht flächendeckend vergleichbar, als Orientierungsgröße kann aber der derzeit von *Moody's* gestellte „Basispreis“ von vier bps = 0,04% des Emissionsvolumens⁴⁰⁴ herangezogen werden.

Preislich wächst das Nutzenpotential eines solicited ratings aus Produzentensicht also mit dem Emissionsvolumen; dieses Potential schlägt auch auf den Gewinn durch, da die

⁴⁰⁰ Bedingt durch die Eigentumsverhältnisse lassen sich diese Relationen nur für *Moody's* nachvollziehen, vgl. *Moody's* (2005a), S. 66 – 98 passim, hier bes. S. 66, 68, 74 (Zitate): Das Cashflow Statement i.V.m. dem für Operations weist per 2004 ein Net Income von 425 Mio. US\$ aus, das sich ausgehend von einem Revenue von 1.438 Mio. US\$ nach Absetzung insbesondere von operating expenses („principally include employee compensation and benefits and travel costs“), in Höhe von 375 Mio. US\$ bzw. administrative expenses („include such items as compensation and benefits for corporate officers and staff and compensation and other expenses related to sales of products. They also include items such as office rent, business insurance, professional fees and gains and losses from sales and disposals of assets.“) in Höhe von 242 Mio. US\$ ergab. Zusammen mit den income taxes (346 Mio. US\$) dominierten diese Positionen daher die Auszahlungs- bzw. Kostenseite.

⁴⁰¹ Vgl. prägnant Smith/Walter (2002), S. 305: „All of the rating agencies have long been considered prime territory for headhunters seeking analysts for investment banks and institutional investors“.

⁴⁰² White (2002), S. 46. Vgl. auch die Selbsteinschätzung bei Standard & Poor's (2004), S. 8.

⁴⁰³ Vgl. einführend Becker (2002), S. 518 – 523.

⁴⁰⁴ Vgl. *Moody's* (2005b), S. 11; aktuell auch o.V. (BöZ, 2005b). Anfang der 1990er Jahre wurde das Preisniveau noch bei etwa der Hälfte dessen angesiedelt, vgl. Everling (1991), S. 105; Heinke (1998), S. 36.

variablen Kosten damit komplexitätsbedingt zwar ebenfalls steigen, jedoch in deutlich geringerem Ausmaß. Angesichts der von Theorie und Praxis entwickelten preispolitischen Instrumente stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage, warum die Preise nicht in der Struktur (Differenzierung) und Höhe aggressiver gehandhabt werden. Unabhängig davon, dass Rating-Unternehmen hierüber kaum informieren, lassen sich für sie verschiedene Argumente zugunsten der derzeitigen Zurückhaltung finden⁴⁰⁵:

- *Reaktion der Initiatoren* („Nachfrager“): Befürchtung einer rückläufigen Zahl nachgefragter Ratings, was die Zugewinne aus einer Preissteigerung überkompensieren würde, wie sich idealtypisch an (einfach oder zweifach) geknickten Preisabsatzfunktionen⁴⁰⁶ verdeutlichen lässt.
- *Reaktion der Konkurrenten*: Befürchtung eines oligopolistischen Wettbewerbs, in dem massive Verschiebungen zugunsten preisstabiler Produzenten stattfinden.
- *Verborgene Preisdifferenzierung*:⁴⁰⁷ Ergänzung des volumensabhängigen Preissockels um individuell ausgehandelte Komponenten.
- *Strategiebedingte Reputationsgefährdung*: Sorge um Reputationseinbußen, wenn infolge von Preiserhöhungen weniger solicited ratings produziert werden und die Lücken aufgrund der marktdeckenden Rating-Strategie des Produzenten durch unsolicited ratings gefüllt werden müssen.

Diesen Überlegungen sind die folgenden hinzuzufügen:

- *Reaktion von Imitatoren*: Die zumindest zum Teil publizierte Rechnungslegung der Rating-Unternehmen belegt schon heute ihren eindrucksvollen ökonomischen Erfolg. Jede Steigerung ließe befürchten, dass dadurch bisher prohibitive ökonomische Markteintrittsbarrieren für Newcomer fallen.
- *Reaktion von Regulierern*: Wie noch zu zeigen ist, erachten schon heute Marktteilnehmer und Akteure, die für die Marktrahmenbedingungen verantwortlich zeichnen, die *Marktmacht* der Rating-Unternehmen als bedenklich, wenn nicht gar korrekturbedürftig. Preiserhöhungen für Leistungen, die Nachfrager aufgrund der Marktunsancen als zunehmend unabdingbar erachten, steigern dann die Wahrscheinlichkeit von Widerständen und Gegenmaßnahmen bei den Betroffenen sowie den politischen und regulierenden Instanzen, die sie anrufen können.
- *Offene Preisdifferenzierung*: Es finden sich neben verborgenen auch offene Hinweise auf Möglichkeiten einer vom „Basispreis“ abweichenden Preisstellung, die bis hin zu einer expliziten Unterscheidung von kurzfristig orientiertem transaction

⁴⁰⁵ Vgl. zunächst White (2002), S. 48f.

⁴⁰⁶ Vgl. analog anhand der Dienstleistungen von Bankintermediären Süchting/Paul (1998), S. 669 – 672.

⁴⁰⁷ Zur Preisdifferenzierung vgl. einführend Becker (2002), S. 526; ausführlich Ott (1986), S. 189 – 201.

und langfristig orientiertem relationship pricing („frequent issuer pricing“⁴⁰⁸) reichen. Im Ergebnis lässt sich hierdurch auch die *Preistransparenz* für potentielle Initiatoren weiter reduzieren.

Zu berücksichtigen ist ferner, dass die *Quellen* limitiert sind, die ein Informationsintermediär für die Generierung von Einzahlungen nutzen kann. Zum einen sind aus langfristigen Kalkülen heraus Teile der Produktion unentgeltlich zu erstellen und zu publizieren. Zum anderen erscheinen die Möglichkeiten begrenzt, andere Zahlungsquellen als die Initiatoren von solicited ratings zu erschließen.

Grundsätzlich denkbar wäre es zwar, die Interessenten und Nutzer von Ratings zu Zahlungen zu veranlassen, etwa durch die Erhebung von Preisen auf die Medien, über die Ratings publiziert werden. Dies hätte den Vorteil, dass auf den einzelnen Marktteilnehmer eine vergleichsweise geringe absolute Zahlungspflicht entfiel. Jedoch sind Ratings im Sinne von Leistungsergebnissen wie gesehen ausgeprägte Öffentliche Güter: Sind sie einmal publiziert, können Nichtkäufer-Interessenten nur dann von einer Nutzung abgehalten werden, wenn strenge Nutzungs- und Kopiervorschriften formuliert und auch wirksam durchgesetzt werden. Anders als auf anderen Märkten hat sich eine solche Praxis für die meisten Ratings zuletzt als nicht mehr praktikabel erwiesen⁴⁰⁹. Tatsächlich haben die ersten Rating-Produzenten ihr Einkommen bis in die 1970er Jahre primär aus dem Verkauf von Publikationen erzielt, die ihre – den Bewerteten gegenüber gratis erteilten – Ratings enthielten. Hiervon gingen sie schließlich ab, als diese Veröffentlichungen immer schneller und flächendeckender kopierbar⁴¹⁰ wurden. Während so die Preiselastizität der Interessenten gen unendlich strebte, waren die Bewerteten gleichzeitig immer stärker (und preisunempfindlicher) darauf bedacht, Ratings zu erhalten, um Investoren in einem kritischen Marktumfeld ihrer Bonität zu versichern⁴¹¹. In der Folge verschoben sich die Einkommensrelationen auf ca. 90% Honorare der Bewerteten gegenüber nur 10% Honoraren der Bezieher anderer Informationsleistungen.

Kritische Einkommensquelle sind dementsprechend Zahlungen der Initiatoren von solicited ratings⁴¹². Der Zugang zu dieser Quelle hängt allerdings von der Reputation des Produzenten ab, die sich wiederum erst aus durchgeführten Ratings ergeben kann. Eine Auflösung dieses fundamentalen Dilemmas ist mittels unsolicited ratings möglich. Sofern nicht andere Einkommensquellen existieren, werden indes auch diese zwar kosten-

⁴⁰⁸ Moody's (2005b), S. 11.

⁴⁰⁹ Den Auftakt bildete die Erhebung von Gebühren für die Erstellung von Ratings für Schuldtitel der öffentlichen Hand („Municipal Bonds“), vgl. stellvertretend für die seinerzeitige Position von STANDARD & POOR's die Ausführungen bei Harries (1968), bes. S. 68.

⁴¹⁰ Dies ist im übertragenen ebenso wie im engeren technischeren Sinne kostengünstigerer Fotokopier-technik zu verstehen: „This change in the early 1970s coincides with the spread of low-cost photocopying [...]“, White (2002), S. 47.

⁴¹¹ Vgl. Cantor/Packer (1994), S. 4; Monro-Davies (1996), S. 177f.

⁴¹² Vgl. dezidiert auch Everling (1991), S. 104.

günstigen, nicht aber kostenlosen Ratings Anlaufverluste verursachen, deren Bewältigung die Ausstattung mit ausreichenden Liquiditäts- und Kapitalpuffern voraussetzt.

Eine Alternative bestünde in einer „*Reputationsleihe*“ eines Informationsintermediärs schon im Vorfeld seiner Begründung, um die Chancen einer anschließenden Erzielung von Arbitragegewinnen zu erhöhen. Hierfür böte sich die Gründung durch (1) unabhängige Unternehmer⁴¹³ an, die (2) in artverwandten Bereichen bereits über eine gute Reputation verfügen, die sich – auch und vor allem in den Augen potentieller Initiatoren – auf Ratings als Informationsdienstleistung übertragen lassen. Die Schwierigkeit, die bestehenden Markteintrittsbarrieren auf die eine und/oder andere Art zu überwinden, hat sich gerade in Europa zuletzt im Scheitern verschiedener Initiativen gezeigt, einen (kontinental-)europäischen Rating-Produzenten als Gegengewicht zu den bislang dominierenden, sämtlich dem anglo-amerikanischen Kulturkreis zuzuordnenden Akteuren zu etablieren⁴¹⁴. So folgte die Gründung der EuroRatings AG, die als europäisches Rating-Unternehmen mit explizitem Mittelstandsfokus etabliert werden sollte, zum einen dem Prinzip, Unabhängigkeit und Reputation zu signalisieren: Sie nahm im Mai 2000 unter Kapitalbeteiligungen jeweils zweier staatsnaher Spezialkreditinstitute und Wirtschaftsverlage den Betrieb auf. Zum anderen scheiterte dieses Unternehmen am mangelnden Zugang zu Einkommenszahlungen generierenden Ratings und wurde bereits zur Mitte des Jahres 2002 wieder abgewickelt⁴¹⁵.

Die Wirksamkeit der bestehenden barriers to entry lassen sich an der heutigen Struktur der „Angebotsseite“ des Marktes für fremderstellte Ratings ablesen: Hier repräsentieren die Rating-Unternehmen im Sinne der Marktformenlehre die *Anbieter*, deren Marktseite als (*Teil-*)*Oligopol* zu charakterisieren ist: Unter einem Oligopol wird in der Marktformenlehre ein Markt verstanden, auf dem „wenige“, *reaktionsverbundene* Anbieter einer großen Zahl von Nachfragern – hier: Initiatoren und Interessenten – gegenüberstehen; im Teiloligopol ergänzt auf Anbieterseite eine Gruppe polypolistischer Struktur („viele kleine Anbieter“) die vorgenannten Oligopolisten⁴¹⁶. In Vernachlässigung der zuletzt genannten Marktformenunterschiede gilt der Rating-Markt heute als Oligopol⁴¹⁷.

Die Bezeichnung des Oligopols wird zum einen zur Beschreibung einer Marktform herangezogen, zum anderen zur Begründung einer Regulierung dieses Marktes. Hierfür werden im Einzelnen die beiden folgenden Gefahrenmomente angeführt:

⁴¹³ Vgl. zur besonderen Bedeutung der Unabhängigkeit Harries (1968), S. 69.

⁴¹⁴ Vgl. kritisch bereits Everling (1991), S. 19, 91 – 93.

⁴¹⁵ Für einen einführenden Überblick vgl. Lebert (2002); vgl. auch die skeptische Einschätzung bei Lanfermann (1998), S. 18.

⁴¹⁶ Vgl. einführend etwa Fritsch/Wein/Ewers (2005), S. 202f., kritisch zur Marktformenlehre in historischer Bestandsaufnahme Schneider (2001), S. 411, 726 – 730.

⁴¹⁷ Vgl. etwa Partnoy (1999), S. 682; Macey (2002), S. 141; sowie ausführlich White (2002), S. 45f.

- Ausbeutung anderer Marktteilnehmer durch überhöhte Preise oder verknappte Angebotsmengen – auf die sich die Anbieter transaktionskostengünstig verständigen können⁴¹⁸;
- schwache Innovationsleistung⁴¹⁹.

Für beide lassen sich auf dem Markt für Ratings dem Grunde nach durchaus Anhaltspunkte finden, wenngleich aufgrund der Sensibilität der Geschäftsbeziehungen zwischen Initiatoren und Produzenten eine Bewertung schwer fällt. Einerseits ist auf dem Markt für fremderstellte Ratings eine künstliche Angebotsverknappung nicht festzustellen. Ein nachfragender Initiator muss nicht damit rechnen, abgewiesen zu werden. Eher denkbar sind Schwierigkeiten eines Initiators, ein ihm genehmes Rating zu erhalten, hingegen ist das nicht allein angebots-, sondern auch initiatorseitig begründet. Was die Preisgestaltung angeht, so ist diese nach oben limitiert durch den nicht unbegrenzten Nutzeneffekt, den ein Initiator aus seiner Auftragsvergabe erwartet. Andererseits werden Innovationen auf dem Rating-Markt eher Neu- bzw. Nischenanbietern als den dominierenden etablierten Agenturen zugeschrieben⁴²⁰. Eine Bewertung beider Problemkreise ihrer Schwere nach muss allerdings anderen Arbeiten vorbehalten bleiben. An dieser Stelle soll – auch zugunsten einer Überleitung auf das abschließende Kapitel zur Regulierung – „vor die Klammer gezogen werden“, dass Preis- bzw. Mengenabsprachen des Anbieterkollektivs auf dem Rating-Markt nicht entscheidend sind. Problematischer erscheint, dass der diesbezüglich regulierend wirkende Markteintritt von Konkurrenten nicht nur durch Spezifika des Ratings und die gewachsene Marktstruktur, sondern auch durch die staatlich gesetzten *Marktrahmenbedingungen* behindert wird.

Genau diesem Vorwurf sehen sich geltende Regulierungskonzepte ausgesetzt, die Ratings von Informationsintermediären („externe Ratings“) nutzen. Zur Sicherung der Qualität der ratinggestützten Regulierung formulieren Regulierer Mindestanforderungen an die Produzenten. Gehört zu diesem Anforderungskatalog auch die Marktpositionierung eines Informationsintermediärs, steigt mit ihrem Gewicht die Benachteiligung von neuen Anbietern bzw. der Anreiz für potentielle Unternehmer, eine solche Institution überhaupt erst zu gründen⁴²¹. Zu den ökonomischen Markteintrittsbarrieren kommen insoweit regulatorisch bedingte hinzu. Regulierungsumgebung und Marktform stehen also in einem engen Zusammenhang, es ist insofern (auch) ein „regulation-induced oligopoly that rating agencies enjoy“⁴²². So ist zu erklären, dass der Form und Struktur des Marktes für fremderstellte Ratings eine Tendenz zur Selbststabilisierung innewohnt⁴²³.

⁴¹⁸ Vgl. Ott (1986), S. 68 (m.w.N.).

⁴¹⁹ Dieser Zusammenhang ist indes nicht allgemeingültig, vgl. v. d. Schulenburg (1988), bes. S. 146, 150.

⁴²⁰ Vgl. White (2002), S. 50.

⁴²¹ Vgl. Cantor/Packer (1994), S. 8.

⁴²² Butler/Rodgers (2003), S. 2, vgl. ausführlicher ebda., S. 15f.

⁴²³ Vgl. stellvertretend White (2002), S. 46f., einführend auch Horsch/Bonn (2005), hier S. 282f.

Auch wenn solche Oligopolmärkte Anreize bieten können, per Absprachen auf eine „Monopolisierung“ in dem Sinne hinzuwirken, Angebotsmengen und -preise einer Monopolsituation anzunähern, bleiben sie Oligopolmärkte. Einschätzungen, wonach der Rating-Markt ein Angebots*monopol* darstellt⁴²⁴, sind hingegen im ökonomischen Sinne falsch und stellen bestenfalls eine Ungenauigkeit dar, hierfür wäre aber zumindest der Nachweis von Absprachen im vorgenannten Sinne zu führen. Anderenfalls ließe sich lediglich aus einem polit-ökonomischen Kalkül (etwa eines Befürworters der Regulierung von Rating-Produzenten) heraus nachvollziehen, diese Marktform ins Spiel zu bringen, da sie einen höheren und negativer besetzten Aufmerksamkeitswert erzielen dürfte als die des weniger gut bekannten und schwerer zu erklärenden Oligopols⁴²⁵.

Dieses Oligopol könnte sich noch weiter von einem Monopol entfernen, wenn neben den hier besprochenen Informationsintermediären in Form von Rating-Unternehmen nicht nur Variationen derselben – z.B. in Form von Branchen- oder Größenspezialisten –, sondern auch andere Intermediäre als Rating-Produzenten auftreten würden. Hierbei ist nicht zwingend erforderlich, dass diese ihre Ratings auch öffentlich zugänglich machen, entscheidend ist allein, dass sie zu den Leistungsergebnissen der Rating-Unternehmen in einem Konkurrenzverhältnis stehen, dass also von hier Einflüsse auf das Wettbewerbsverhalten der Rating-Unternehmen ausgehen und beide Produzenten insoweit zum gleichen relevanten Markt zählen⁴²⁶. Dafür, dass diese Austauschbarkeit existiert, tragen tatsächlich vorrangig einmal mehr Regulierungsnormen bei. In der Folge sollen aus dem Kreis der Finanzintermediäre die Versicherungsunternehmungen in ihrer Rolle als Rating-Produzenten kurz gewürdigt werden.

Neben diese allgemeinen Probleme der Ratings, die von Informationsintermediären angeboten werden, treten spezielle, wenn sich ihre Expertenschätzungen auf Versicherungsintermediäre beziehen. Als Grund dafür wird die arteigene Komplexität der versicherungsspezifischen Risiken angesehen: Die Expertise der Informationsintermediäre konzentriert sich traditionell auf andere Formen von Mittelüberlassungen als sie von Versicherungsverträgen verkörpert werden. In der Folge fällt ihnen die Beurteilung der Kapitalanlagerisiken eher leicht, die der versicherungstechnischen Risiken eher schwer. Es finden deswegen hierfür Prämienindikatoren Verwendung, die die Vielzahl der in den Versicherungsverträgen verhandelten Einzelrisiken komprimieren sollen. Unter den Annahmen, dass der bewertete Versicherungsintermediär im Einzelfall (1) eine korrekte Risikobewertung vorgenommen und (2) eine entsprechende Bepreisung durchgesetzt

⁴²⁴ So zuletzt der Abgeordnete des US-Repräsentantenhauses und Vorsitzende des SEC-Unterausschusses Kapitalmärkte, RICHARD BAKER, im 3. Hearing des Ausschusses zu Fragen der Regulierung von Rating-Unternehmen, vgl. insbes. Baker (2005), S. 2, 16f.; im Überblick auch Klein (2005). Dem Sprachgebrauch des US-Justizministeriums entstammt die längere Bezeichnung der Beziehung von Moody's und S & P's als „partner monopoly“, vgl. hierzu auch Egan (2003), bes. S. 76, 79.

⁴²⁵ Zur besonderen Problematik einer einheitlichen Oligopoltheorie vgl. Shubik (1975), hier S. 280.

⁴²⁶ Grundlegend zur Marktabgrenzung vgl. Ott (1986), S. 45.

hat, kann das Prämienvolumen durchaus Anhaltspunkte für das versicherte Risiko in der Gesamtsicht geben. Allerdings sind auch beachtliche Fehlschlüsse denkbar:

- Ein Versicherungsintermediär, der für das gleiche Portfolio versicherter Einzelrisiken ein um x% höheres Prämienvolumen am Markt durchsetzen kann als ein Konkurrent, verkörpert im Rahmen einer hieran anknüpfenden Risikomessung auch ein um x% höheres versicherungstechnisches Risiko⁴²⁷. Tatsächlich hat er nicht nur größere Wettbewerbsstärke als der Konkurrent bewiesen, sondern weist auch eine bessere Risikoposition aus. Er erhalte aber c.p. eine schlechtere Bewertung durch einen auf Prämienindikatoren rekurrierenden Informationsintermediär.
- Hinter einem Prämienvolumen von x € können sich signifikant verschiedene Portfolien versicherter Risiken befinden. Der Informationsintermediär müsste daher nicht nur – wie eingangs unterstellt – davon ausgehen, dass die Prämiensetzung im Einzelfall ökonomisch richtig war, sondern auch unter Einbeziehung von Portfolio-Effekten.

Die beschriebenen systematischen Fehlerpotentiale sind mitverantwortlich dafür, dass es insbesondere deutsche *Versicherungsunternehmen* gewesen sind, die sich massiv gegen die Prozess- und Ergebnisstandards der anglo-amerikanisch geprägten Rating-Unternehmen gewandt haben⁴²⁸. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass es sich hierbei nicht um eine Periode erstmaliger Ratings handelte, sondern um eine, in der sich das durchaus bekannte Rating auf Versicherungsunternehmen bezog, die mit einer bisher nicht gekannten Erosion der Kapitalanlage- wie auch der versicherungstechnischen Ergebnisse⁴²⁹ zu kämpfen hatten. Mit dieser gerieten die Ratings und schließlich die Manager von Versicherungsunternehmen unter Druck. Für einen Manager resultiert dann ein Anreiz, den Erklärungsdruck der Stakeholder des von ihm geleiteten Versicherungsunternehmens mit Verweisen auf Qualitätsmängel in den Prozessen und Ergebnissen der Bewerter zu mildern.

5.4.2. *Versicherungsintermediäre*

Die Existenzberechtigung von Versicherungsintermediären knüpft wie gesehen nicht allein an ihren Spezialisierungsvorteilen in der Bewältigung von Informationsasymmetrien an. Im Gegenteil: Sowohl bei der Generierung von Mittelzuflüssen durch das versich-

⁴²⁷ Vgl. Laster/Swiss Re (2003), S. 19. Die Problematik einer Anknüpfung von Risikomaßstäben an Prämienvolumina erlebt hier eine Wiederbelebung, vgl. kritisch zur prämiensorientierten Ableitung der notwendigen Höhe des Risikopuffers Eigenkapital bereits Gerathewohl et al. (1976), S. 32 (m.w.N.). Vgl. aktuell auch Hartung/Helten (2004), S. 295f.

⁴²⁸ Vgl. für die öffentlichkeitswirksam ausgetragenen Konflikte insbesondere Kap. 1 dieser Arbeit samt der dort angegebenen Quellen, im Überblick auch Remmert (2005), S. 336f.

⁴²⁹ Vgl. einführend u.a. Müller, H. (2003), bes. S. 1 – 3; Horsch/Schölisch/Sturm (2003), bes. S. 643, 645f. Vgl. auch bereits die skeptische Abschätzung bei Müller, H. (1999), bes. S. 309f., 313f.

cherungstechnische Geschäft infolge einer Übernahme zuvor bewerteter Risiken als auch bei der Anlage dieser Mittel – die ihrerseits weitere Mittelzuflüsse bewirken soll – in zuvor zu bewertende Anlagealternativen sind Versicherungsintermediäre auf Expertenschätzungen angewiesen, sind also Rating-Interessenten und potentiell -Nutzer. Vor allem im Kapitalanlagegeschäft, aber auch in Teilen des versicherungstechnischen Geschäfts (Kreditversicherung) entsprechen die benötigten Expertenschätzungen Unternehmensratings. Diese Schätzungen können sich nicht zuletzt auf andere Versicherungsintermediäre beziehen, etwa im Rahmen der

- Zeichnungspolitik eines Rückversicherungsintermediärs,
- der Rückversicherungspolitik eines Erstversicherungsintermediärs oder
- der auf Mittelüberlassungen an andere Versicherungsintermediäre gerichteten Anlagepolitik eines Erst- oder Rückversicherungsintermediärs⁴³⁰.

Das Vorkapitel hat hierzu die Alternative fremderstellter Ratings, die von Rating-Unternehmen produziert werden, behandelt. Grundsätzlich hat jeder Rating-Interessent dem die Alternative von *selbstproduzierten (internen)* Schätzungen gegenüberzustellen. Die Attraktivität dieser Eigenerstellung hängt indes maßgeblich von der entsprechenden Potentialausstattung, also den verfügbaren Wissensbeständen und weiteren Ressourcen, der (Transaktionskosten-)Effizienz des Leistungserstellungsprozesses sowie der Qualität und Verwendbarkeit der Leistungsergebnisse ab. Folgerichtig kommt die Eigenerstellung vornehmlich für Unternehmen in Frage, die Bonitätseinschätzungen zu den Bestandteilen ihres Kerngeschäfts zählen. Zu solchen institutionellen Investoren zählen in erster Linie Bank- und Versicherungsintermediäre; denn für sie gilt: „Meanwhile, institutional investors are becoming increasingly sophisticated about bond analysis, and may be less reliant on credit ratings than they were a number of years ago“⁴³¹.

Soweit sie interne Schätzungen erstellen, sind diese nicht nur Finanzintermediäre, sondern auch Informationsintermediäre im Sinne von *Rating-Produzenten in eigener Sache*;⁴³² da sie diese indes für den internen Gebrauch reservieren, setzen sie nicht auf die Erzielung von Gewinnen aus einer (Produktionsstufen-)Arbitrage der Erstellung und Veräußerung dieser Informationsdienstleistung, sind also keine *Rating-Unternehmen*.

Versicherungs- können folglich auch (analog zu Bank- und weiteren, interne Ratings erstellenden Finanzintermediären wie ggf. Fondsgesellschaften) neben Informationsintermediären als Produzenten von Ratings auf *Versicherungsmärkten* auftreten. Da die von ihnen erstellten Ratings anderen Interessenten oder Initiatoren als dem Produzenten selbst nicht zugänglich sind, fallen bei internen Ratings die Funktionen des Interessen-

⁴³⁰ Vgl. diesbezüglich einfürend Koch (1988), hier bes. S. 697.

⁴³¹ Smith/Walter (2002), S. 315.

⁴³² Entsprechend der Begriffsbildung bei Breuer (1993), hier S. 13. Vgl. dazu auch Kapitel 2.1 dieser Arbeit.

ten, des Initiators sowie des Produzenten im jeweiligen Intermediär zusammen. Unabhängig von organisationsinternen Formen, die nicht Gegenstand dieser Arbeit sind⁴³³, entfallen daher auch die aus agencytheoretischer Sicht in den Vordergrund zu rückenden Auftragsbeziehungen und Anreizeffekte zwischen den Beteiligten eines Ratings.

Unabhängig von ihrem vorhandenen Potential zeigen auch Versicherungsintermediäre derzeit noch keine Ambitionen, externe durch interne Ratings flächendeckend zu ersetzen. Insgesamt neigen institutionelle Anleger eher einer kombinierten Verwendung von internen und externen als der Konzentration auf nur eine von beiden Formen zu⁴³⁴. Diese Einschätzung ist in der Zukunft möglicherweise zu revidieren, wenn – nicht zuletzt regulatorisch bedingt – andere Marktteilnehmer als Informationsintermediäre zunehmende Rating-Expertise aufbauen. Sofern ihr verbessertes Wissen ihr Können und Wollen befördert, Eigen- an die Stelle von Fremdproduktionen eines Ratings zu setzen, würde sich die Bedeutung externer zugunsten interner Ratings verschieben, was auf längere Sicht auch die Marktposition der Rating-Unternehmen tangieren dürfte. Derzeit verzeichnen sie indes weiterhin Bedeutungszuwächse auch deswegen, weil die internen Ratingsysteme dafür geeigneter Intermediäre sich in einer Gesamtaufnahme noch im Aufbau befinden und insoweit optimierungsfähig bleiben⁴³⁵.

Die Verwendung solcher interner Ratingsysteme ist aus der Natur der Sache heraus eher spärlich dokumentiert. In Deutschland ist sie primär aus der Kreditwirtschaft heraus bekannt, auch hier handelt es sich um eine Entwicklung der jüngeren Vergangenheit. Noch vor etwa 30 Jahren war allein die Einteilung von Kreditnehmern in bankspezifische *Risikoklassen* keinesfalls flächendeckender state-of-the-art, wie sich am nachdrücklichen Vorschlag SÜCHTINGS ablesen lässt, der 1975 „die Bildung von Risikoklassen im kommerziellen Kreditgeschäft an[regt], denen die kreditnehmenden Unternehmen entsprechend ihrer Qualität, d.h. dem Ausfallrisiko, zugeordnet werden“⁴³⁶. Seither haben sich in den Kreditinstituten Risikoklassifizierungsverfahren herausgebildet, die in weiten Teilen Ähnlichkeiten mit dem Vorgehen der Rating-Unternehmen aufweisen⁴³⁷. Der entscheidende Entwicklungsschub ergab sich, als die bislang primär *marktlichen* Entwicklungsanreize für hierauf basierte interne Rating-Systeme um *regulatorische*

⁴³³ Tatsächlich entstehen nicht unerhebliche Anreizprobleme dadurch, dass die genannten Funktionen durch unterschiedliche Bereiche eines Finanzintermediärs ausgeübt werden, die gegenläufige Interessenlagen aufweisen. Vgl. grundlegend zu (team-)internen Agency-Problemen Alchian/Demsetz (1972). Mit dem Ausweichen auf externe Ratings können diese *intra*-organisationalen Agency-Probleme entschärft werden, indes treten *inter*-organisationale an ihre Stelle.

⁴³⁴ Vgl. einführend Smith/Walter (2002), S. 304f. (m.w.N.).

⁴³⁵ Maßgeblich für die Weiterentwicklung der internen Rating-Systeme ist die neue Rahmenkonzeption der Bankenregulierung („Basel II“), die hierfür entsprechende Anwendungsanreize setzt. Den letzten Umfragen der BaFin nach planen derzeit etwa 500 Kreditinstitute innerhalb der nächsten fünf Jahre die Zulassung zum Basis-IRB-Ansatz zu beantragen, Zulassungen zum fortgeschrittenen IRB-Ansatz wollen etwa 50 Institute innerhalb der kommenden zehn Jahre stellen, vgl. BaFin (2005), S. 97 – 99.

⁴³⁶ Süchting (1976), S. 26.

⁴³⁷ Vgl. dazu Brunner (2001); einführend auch Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2004), S. 528f.

ergänzt wurden. Aus heutiger Sicht wird daher erwartet, dass interne Ratingverfahren im Zuge der fundamentalen Neuordnung der Bankenaufsicht durch das Rahmenwerk *Basel II* erheblich an Bedeutung gewinnen werden⁴³⁸.

Angesichts der Erfordernisse des versicherungstechnischen Geschäfts wie des Kapitalanlagegeschäfts wäre zu erwarten, dass Systeme dieser Art auch von Versicherungsintermediären angewendet werden, womit sie neben Banken prädestiniert für eine Abwägung zwischen selbsterstellten oder fremdbezogenen Ratings wären. Relativierend ist anzumerken, dass die Berücksichtigung von (in Ratings abgebildeten) Versichererbonitäten im Rahmen von Kontrakten zwischen Versicherungsintermediären weit weniger etabliert ist, als für eine auf risikoorientierte Differenzierung spezialisierte Branche zu erwarten wäre: So wird im *HANDWÖRTERBUCH DER VERSICHERUNG* zwar seinerzeit die selbstverständliche Notwendigkeit von Bonitätsprüfungen bestätigt: „Eine Bonitätsprüfung des Schuldners als *wichtigste Voraussetzung der Anlageentscheidung* ist nicht nur vor dieser, sondern auch danach in regelmäßigen Abständen vorzunehmen, um bei Bonitätsverschlechterung rechtzeitig Maßnahmen einleiten zu können.“⁴³⁹ – Der Begriff des (internen) Ratings findet allerdings noch nicht einmal an dieser Stelle Erwähnung. Hieran hat sich bis heute wenig geändert: Informationen über interne Ratingsysteme von Versicherungsunternehmen und folglich ihre Rolle als Rating-Produzenten sind rar.

Der entsprechende Aufholbedarf geht dabei über die reine Verwendung des Ratingbegriffs hinaus. Vielmehr hat sich im Angesicht des Basel II-Pendants „Solvabilität II“ („Solvency II“) erwiesen, dass bislang nur wenige Versicherungsintermediäre über interne Risikomodelle verfügen⁴⁴⁰. In der Folge ist auch das Aufsehen nicht verwunderlich, welches noch zum Jahresende 2004 die Ankündigung der Swiss Re verursachte, ratingabhängige Prämien für die Rückversicherung zu verlangen⁴⁴¹. Ursächlich für die Zurückhaltung sind im Wesentlichen zwei Gründe: Zum einen galten den Versicherungsunternehmen interne Modelle bislang aufgrund hoher Transaktionskosten als ökonomisch unattraktiv. Dies wurde zum anderen dadurch verstärkt, dass das geltende Aufsichtsrecht interne Ratings in der Vergangenheit nur als bedingten Ausnahmefall beim ordnungsgemäßen Management von Anlagerisiken einstuft⁴⁴². In der Zukunft dürfte aus der regulatorischen Behandlung indes eine bedeutende Aufwertung interner Ratingsysteme resultieren. In Anlehnung an die Neuordnung der Bankenregulierung sieht auch

⁴³⁸ Vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2004), S. 535; vgl. ferner im Rahmen eines ausführlichen Überblicks zu Basel II Paul (2004b), bes. S. 13f., 26 – 30, 36 – 38.

⁴³⁹ Kalbaum/Mees (1988), S. 337 (Hervorhebungen v. Verf., im Original andere).

⁴⁴⁰ Vgl. KPMG/European Commission (2002), S. 35; Zimmermann/Bach/Raub (2004), S. 221.

⁴⁴¹ Vgl. o.V. (HB, 2004), wo ein Erfolg dieser Initiative als „mittlere Sensation“ eingestuft wird.

⁴⁴² So formuliert die BaFin im einschlägigen Rundschreiben 29/2002 (VA) unter IX.3.c.ii.: „Kreditrisiken [...] Bei marktüblich gerateten Vermögensanlagen *müssen* die Ratings von anerkannten Ratingagenturen vergeben sein; eine *Einschätzung durch das Versicherungsunternehmen selbst kann nur* anerkannt werden, *wenn* es unter Berücksichtigung des Charakters der Anlage über die hierfür notwendigen *personellen und fachlichen Voraussetzungen* verfügt.“ (Hervorhebungen v. Verf.).

Solvency II eine explizite und deutlich stärker substitutive Einbeziehung „interner Modelle“ zur Modellierung der eingegangenen Risiken vor: „Konzeptionell sieht das Projekt ‚Solvency II‘ vor, Anreize für Versicherungsunternehmen zu setzen, den Einsatz interner Modelle zur Risikomessung zu forcieren“⁴⁴³ – d.h., die Rolle des Rating-Produzenten stärker als bisher zu besetzen. Sofern sie hierdurch zur Selbsterstellung von Ratings angereizt werden, werden Versicherungsintermediäre in zunehmendem Maße als Rating-Produzenten aktiv, so weit sie hierbei Risikoeinstufungen anderer Versicherungsintermediäre vornehmen, fungieren sie gar in mehrfacher Hinsicht als Produzenten von Ratings auf Versicherungsmärkten. Ob Versicherungsintermediäre vom Produzenten auch zum Rating-Unternehmen werden, ist hingegen abzuwarten. Neben rechtlichen Fragestellungen sprechen insbesondere die Transaktionskosten und Zeitbedarfe, die mit der Installierung von internen Rating-Systemen einhergehen dafür, dass die Versicherungsintermediäre mit der aufsichtlichen Zertifizierung sowie *Eigennutzung* der eigenerstellten Ratings zunächst ausgelastet sein dürften.

Für die Attraktivität der Alternativen Selbsterstellung oder Fremdbezug von Ratings ist wie gesehen in regulierten Branchen wie der Kredit- oder Versicherungswirtschaft von maßgeblicher Bedeutung, inwieweit die Regulierungsbehörden interne bzw. externe Ratings in ihren Normen berücksichtigen⁴⁴⁴. Nicht zuletzt deswegen sind für die Problemstellungen des Ratings auf Versicherungsmärkten die Zusammenhänge zwischen Rating und Regulierung auf Versicherungsmärkten von weiterem Interesse. Diese sind daher Gegenstand des abschließenden Kapitels 6.

⁴⁴³ Hartung (2005), S. 178, vgl. ferner ebenda, S. 184 – 186, 195f. Vgl. einführend auch Hartung/Helten (2004), S. 298 – 301 passim.

⁴⁴⁴ Vgl. KPMG/European Commission (2002), S. 43.

6. Rating und Regulierung: Entwicklungspotentiale aus Sicht der Versicherungswirtschaft

Mit der steigenden Bedeutung von Ratings für das Handeln der Marktteilnehmer wächst auch die Wahrscheinlichkeit der Ausweitung staatlicher Regulierung: „Important markets tend to attract and to host regulatory programs – in increasing scale and intensity.“⁴⁴⁵ Einen *Wachstumsschub* erhalten staatliche Regulationsneigungen regelmäßig im Falle krisenhafter Erscheinungen von hohem Aufmerksamkeitswert.

6.1. Grundzusammenhänge zwischen Rating und Regulierung

Im Rahmen der Analyse des Markthandelns auf Versicherungsmärkten im Vorkapitel wurde bereits deutlich, dass der Markt für Ratings im Allgemeinen und das Rating auf Versicherungsmärkten im Besonderen Eigenschaften aufweist, die – im Sinne einer noch genauer zu spezifizierenden „Regulierung von Ratings“ – zum Anknüpfungspunkt staatlicher Eingriffe werden können. Allerdings vollzieht sich die Entwicklung von Ratings hin zum *Ziel* oder *Fokus* staatlicher Regulierung erst allmählich und durchaus konfliktreich. Als Zäsur und wesentlicher Impuls für die aktuelle Diskussion gilt die Insolvenz des texanischen Energiekonzerns Enron, das so genannte „*Enron-Debakel*“⁴⁴⁶. Relativierend betont die bis heute federführende Wertpapieraufsichtsbehörde U.S. SEC gleichwohl, dass aus diesem Anlass Überlegungen zur Regulierung von Ratings nicht erstmalig angestellt, sondern lediglich erheblich intensiviert worden sind⁴⁴⁷. Ausgehend hiervon werden die Konturen einer künftigen „Regulierung von Ratings“ (rating-bezogene Regulierung) immer deutlicher, sie sind aber in inhaltlicher wie zeitlicher Perspektive selbst für den US-amerikanischen – und mehr noch für den kontinentaleuropäischen – Markt weiter unsicher.

In beiderlei Hinsicht weiter fortgeschritten und genauer beurteilbar als die Regulierung von *Informationsintermediären* in Form von Rating-Unternehmen ist demgegenüber jene staatliche Regulierung, die Ratings nicht zum Ziel hat, sondern sich ihrer als *Mittel*, als Regulierungsinstrument, bedient. Solche Konzeptionen einer „Regulierung mittels Ratings“ (rating-basierte Regulierung) finden sich vor allem im Bereich der *Finanzintermediation*. Als Vorreiter sehen sich hierbei die Institutionen der Finanzmarktregulierung in den Vereinigten Staaten: „During the past 30 years, regulators [...] have increasingly used credit ratings to help monitor the risk of investments held by regulated

⁴⁴⁵ Schanze (1995), S. 165.

⁴⁴⁶ Vgl. stellvertretend Hill (2004), S. 43f.; Butler/Rodgers (2003), S. 17.

⁴⁴⁷ Vgl. die ausführlichen Hintergrunddarstellungen zu Initiativen vor dem bewussten „Enron Hearing“ bei U.S. SEC (2003a), S. 5 – 17 passim; sowie knapper U.S. SEC (2003b).

entities [...]“⁴⁴⁸. Da erheblich durch die anglo-amerikanischen Regulierungsansätze für Finanzintermediäre beeinflusst, stehen aus europäischer Perspektive folgerichtig die anstehenden Neuordnungen der Banken- sowie der Versicherungsregulierung stellvertretend für den Bedeutungszuwachs einer Regulierung mittels Ratings. Ausgehend von der Verwendung ihrer Leistungsergebnisse für regulatorische Zwecke rücken Rating-Unternehmen selbst als mögliche Regulierungsobjekte ins Blickfeld staatlicher Aufsichtsinstitutionen. Im Gegenzug für diese Regulierungsgefahr verstärkt die Adaption der Ratings durch Regulierungsinstitutionen aus Sicht der Rating-Produzenten ihre Existenzbegründung und Arbitragechancen: Solange die Regulierung ratingunabhängig formuliert ist, leitet sich die Existenzberechtigung der Rating-Unternehmen aus ihrer Fähigkeit ab, Arbitragegewinne daraus zu erzielen, dass sie Wissen verarbeiten, weitervermitteln und für diese Informationsintermediation mit ihrer Reputation einstehen. In dem Moment aber, da eine ratingabhängige Regulierung einsetzt, produzieren Rating-Unternehmen auch neuartige Verfügungsrechte von ökonomischem Wert⁴⁴⁹. Je mehr Aufsichtsbehörden auf Regulierungsansätze zurückgreifen, desto größer ist c.p. auch der Bedeutungszuwachs, den die Anbieter dieser Ratings verzeichnen, desto stärker gründet ihre Existenz auf einem Regulierungsfundament.

Eine ökonomische Analyse rating-basierter und rating-bezogener Regulierung fußt letztlich auf dem Primat der Marktwirtschaft, demnach sich staatliche Regulierung stets auf das notwendige Mindestmaß zu beschränken hat: In einem marktwirtschaftlichen System liegt die vorrangige Aufgabe des Staates darin, Rahmenbedingungen zu schaffen, die für ein möglichst friktionsarmes Funktionieren der Marktprozesse erforderlich sind⁴⁵⁰; folgerichtig wären marktgetriebene Regulierungen gegenüber staatlichen bereits aus ordnungspolitischen Gründen vorzuziehen. Voraussetzung dafür wäre allerdings, dass im Zuge des Zurückgreifens auf Marktregulierungen keine Regeln der Marktverfassung sowie des Rechtssystems verletzt werden.

Angesichts des insoweit systembedingten Vorrangs von Privatautonomie und Marktlösungen gegenüber staatlichen Eingriffen ist jede Regulierung im Grundsatz sorgfältig zu begründen. Dies würde insbesondere für Innovationen im Rahmen einer Regulierung von Rating-Unternehmen gelten, während Banken- und Versicherungsregulierung dem Grunde nach ausführlich (und weitgehend systemkonform) über branchenspezifische (Gläubiger-)Schutztheorien legitimiert sind⁴⁵¹. Weitaus schwieriger ist es, nach dem „Ob“ über das „Wie“ der Regulierung zu befinden: Es wäre dann nämlich nachzuwei-

⁴⁴⁸ U.S. SEC (2003a), S. 5.

⁴⁴⁹ Auf diesem Fundament hat PARTNOY den „Regulatory License View“ als Gegenentwurf zum traditionellen – bisher auch in dieser Arbeit in den Vordergrund gerückten – „Reputational Capital View“ ausgebaut. Vgl. umfassend Partnoy (1999), hier S. 683f.; abwägender Sylla (2002), S. 36f.

⁴⁵⁰ Vgl. grundlegend Eucken (1949), bes. S. 23, 93; entsprechend auch v. d. Schulenburg (1988), S. 1270.

⁴⁵¹ Vgl. einführend und m.w.N. Egbers (2002), S. 3f., ferner auch die Ausführungen zur Schutztheorie in Kapitel 5.2.2 dieser Arbeit und die dortigen Nachweise.

sen, dass ein bestimmtes Instrument staatlicher Regulierung *am besten* in der Lage ist, das mit der Regulierung verfolgte Ziel zu erreichen. Als notwendige (*Effektivitäts-*) Voraussetzungen für Regulierungen gelten⁴⁵²:

- Existenz einer „Marktvollkommenheit“ bzw. eine als unzureichend bewertete Erfüllung des Regulierungsziels;
- Schädlichkeit der Nichtkorrektur des vorgenannten Zustands sowie die
- prinzipielle Eignung staatlicher Regulierung für diese Korrektur.

Hinzu tritt als *Effizienzkriterium*: Eine bestimmte staatliche Regulierung muss allen anderen Eingriffsalternativen – insbesondere denen, die auf Marktkräften beruhen – in der Zielerreichung überlegen sein. Hierbei ist darauf zu achten, eine Bessererfüllung des anvisierten Regulierungsziels nicht isoliert zu bewerten, sondern – etwa durch aufscheinende Zielkonflikte – zu relativieren. Insoweit wäre nachzuweisen, dass die in Rede stehende Regulierung von Ratings in einer umfassenden regulatorischen Kosten-Nutzen-Analyse eine Optimallösung darstellt. Gradmesser der Optimalität hat hierbei die jeweilige Opportunität, nicht ein hypothetisches Ideal zu sein⁴⁵³. Im Sinne einer evolutionistischen Theorie ist für die Bewertung alternativer Regulierungskonzeptionen maßgeblich, inwieweit sie die Ausübung von *Unternehmerfunktionen* durch Wirtschaftsteilnehmer fördern oder aber behindern: Dies meint, eine Institution zu (be-)gründen, mit Hilfe von auf Märkten erzielten Arbitragen und unterstützt durch die Durchsetzung von Änderungen in wirtschaftlicher Führerschaft zu erhalten sowie auszuweiten⁴⁵⁴.

In Sachen Finanz- sowie Informationsintermediation wäre daher zu fragen, ob eine

- staatliche Regulierung von Finanzintermediären ohne Ratingbezug,
- staatliche Regulierung von Finanzintermediären mit Ratingbezug,
- staatliche Regulierung von Informationsintermediären oder
- eine Marktregulierung von Finanz- und von Informationsintermediären

eine a) effektive und b) effiziente Form der Regulierung darstellen. Nachfolgend werden hierzu einige grundsätzliche Überlegungen präsentiert, die sich mit Blick auf die von Informationsintermediären produzierten Ratings („externe Ratings“) konzentrieren, die das Bindeglied zwischen Regulierungsansätzen für Finanz- und Informationsintermediäre darstellen.

⁴⁵² Vgl. im Kontext der Versicherungsregulierung Skipper jr./Klein (2000), S. 492, 500. Unter anderem mit Blick auf die Regulierung von Ratings, jedoch unter Vernachlässigung des nachfolgenden Effizienzkriteriums vgl. auch Maddaloni/Pain (2004), S. 41.

⁴⁵³ Vgl. zu diesem „comparative institution approach“ grundlegend Demsetz (1969). Vgl. im Kontext der Versicherungsregulierung auch Horsch (2004), S. 379f.; v. d. Schulenburg (2005), S. 321.

⁴⁵⁴ Vgl. zu einer entsprechenden Gegenüberstellung alternativer Ansätze zur Bewertung von Regulierungen ausführlich Paul (1999), S. 13 – 59, bes. S. 50 – 57.

6.2. Regulierung von Finanzintermediären und Rating

Die Regulierung von Finanzintermediären erfolgte in der deutschen Kredit- und Versicherungswirtschaft traditionell ohne expliziten Ratingbezug. Nach der institutionellen Zusammenführung der beiden Aufsichtsämter mit dem für den Wertpapierhandel zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) per 1. Mai 2002⁴⁵⁵ gelten folgende Regulierungsstrukturen und -konzeptionen:

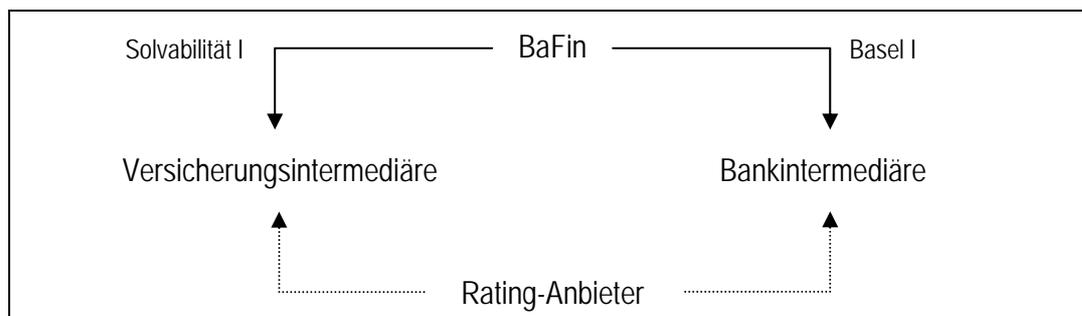


Abb. 20: Bisherige marktliche und staatliche Regulierung von Finanzintermediären

Der Verzicht auf Rating-Basierung war indes nicht zwingend: Bank- wie Versicherungsintermediäre gehen geschäftstypische Risiken ein und werden dabei staatlicherseits mit dem Ziel überwacht, bestimmte Gemeinschafts- sowie Partikularinteressen schutzwürdiger Marktteilnehmer zu bewahren⁴⁵⁶. Ein Rückgriff auf Ratings wäre grundsätzlich dort denkbar, wo es der regulierten wie auch der regulierenden Institution um Einschätzungen von Risiken geht, die durch Ratings (also durch die Wahrscheinlichkeit ordnungsgemäßen Kapitaldienstes) abgebildet werden können, in erster Linie also bei der Überwachung von *Kapitalanlagerisiken* von Finanzintermediären.

6.2.1. Bankenregulierung und Rating

Die hierzu bestehende *Bankenregulierung* basiert auf einer im Grundkonzept jahrzehntealten Systematik von *expliziten Risikoklassen* zur Begrenzung des Adressenausfallrisikos im sog. Anlagebuch gemäß § 13 Grundsatz I⁴⁵⁷. Für Versicherungsunternehmen existieren auf europäischer Ebene harmonisierte Anlagevorschriften, die traditionell in den §§ 53c ff. VAG i.V.m. verschiedenen Rechtsverordnungen⁴⁵⁸ verankert sind. Eine

⁴⁵⁵ Zur Zusammenführung vgl. ausführlich Deutscher Bundestag (2001), bes. S. 31 – 41; BaFin (2002a). Vgl. seinerzeit noch zurückhaltend zur Fusion der Institutionen Müller, H. (1999), S. 317f.

⁴⁵⁶ Vgl. einführend und m.w.N. Egbers (2002), S. 3f., Horsch (1998), S. 20f.

⁴⁵⁷ Für eine detaillierte Unterscheidung dieser Risikoklassen vgl. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2000), S. 387 – 396 i.V.m. Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber (2004), S. 611 – 618.

⁴⁵⁸ Vgl. insbesondere Verordnung über die Kapitalausstattung von Versicherungsunternehmen (Kapitalausstattungs-VO) vom 13. Dezember 1983, BGBl. I, S. 1451; sowie zuletzt Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV) vom 20. Dezember 2001, BGBl. I, S. 3913.

explizite Regulierung des Anlagerisikos erfolgt hier lediglich für das *gebundene Vermögen*, während die Anlage im Bereich des freien Vermögens auch „frei von Beschränkungen“ ist⁴⁵⁹. An diesen Risikonormen der Bank- und Versicherungsaufsicht ist erhebliche konzeptionelle Kritik geübt worden⁴⁶⁰. Diese geht zurück bis auf die fundamentale Frage, ob überhaupt Eigenkapitalbelastungsregeln dieser Art für die Erreichung der auf Insolvenzvermeidung gerichteten Regulierungsziele auch nur *effektiv* sind, basieren sie doch implizit auf der Richtigkeit der Hypothese eines bei steigender Eigenkapitalquote sinkenden Insolvenzrisikos⁴⁶¹. Da bereits die Testbarkeit dieser Hypothese die Erfüllung zahlreicher, nicht unerheblicher Prämissen voraussetzt, ist aber zu konstatieren: „Mindestnormen in Form von Eigenkapitalbindungsregeln können [...] nur als *Vorgaben theorieloser Meßergebnisse* eingestuft werden. [...] Eine bessere Erklärung [...] bietet die Annahme, daß der Regulierung eine *behördliche Vermutung* über eine ausgewogene Investitionsmischung zugrunde liegt“⁴⁶². Damit aber besteht berechtigter Anlass, von einer unerwünschten *Anmaßung von Wissen* auf Seiten besagter Behörden auszugehen.

Die insoweit mangelhafte Theoriebasis der Regulierungskonzepte lässt sich allein durch die Einbeziehung von Ratings nicht dem Grunde nach beseitigen. Immerhin stellen Ratings aber ein Kondensat des Wissens weiterer professioneller Marktteilnehmer dar, machen also gegenüber dem bisherigen Konzept zusätzliche Wissensbestände nutzbar und reduzieren insoweit die behördliche Wissensanmaßung.

In einer evolutorischen Fortentwicklung der bisherigen Aufsichtskonzepte können die Informationsdienstleistungen der Rating-Unternehmen primär in quantitative Anlagenormen integriert werden, indem bei der Bildung von Risikoklassen auf *Ratings als Klassifizierungs- oder sogar unmittelbares Eigenkapitalverbrauchs-kriterium* zurückgegriffen wird⁴⁶³. Derzeit sehen vor allem die Novellierungskonzepte für die Beaufsichtigung der Bankintermediäre eine Integration von externen Ratings vor, wofür auf Prozesse und Ergebnisse rating-basierter US-Kapitalmarktregulierung zurückgegriffen wird. Deren Geschichte tritt in den 1970er Jahren in eine entscheidende Phase, die nicht durch eine einzelwirtschaftliche Krise bedingt ist: Das US-amerikanische Unternehmen *Penn Central* setzt 1970 den Schuldendienst auf emittierte Commercial Papers aus⁴⁶⁴, womit investorenseitige Wissensdefizite offenbar werden, die regulatorische Anpassungen induzieren. Neben der ohnehin steigenden Nachfrage am Markt sorgt eine neue

⁴⁵⁹ Vgl. einführend Greve (2001), S. 284.

⁴⁶⁰ Vgl. stellvertretend bereits Schneider (1987), bes. S. 104 – 106; später auch Süchting (1994), hier bes. S. 549; Burghof/Rudolph (1996), hier S. 152; Horsch/Paul (1998), bes. S. 328, 330; Schneider (2002a), bes. S. 10f.

⁴⁶¹ Vgl. bereits Schneider (1986), S. 565f.; später Schneider (1997a), S. 222, Schneider (1997b), S. 583.

⁴⁶² Schneider (1997b), S. 585 (Hervorhebungen vom Verf.). Vgl. ferner Schneider (1987), S. 104f., sowie zum Umfang des Prämissengebäudes Schneider (1997a), S. 388f.

⁴⁶³ Vgl. für einen Überblick zu rating-basierter Regulierung auch über die Versicherungsmärkte hinaus Bottini (1993), bes. S. 603 – 608; im Überblick auch Heinke (1998), S. 60 – 64.

⁴⁶⁴ Vgl. einführend Cantor/Packer (1994), S. 4.

Regulierung mittels Ratings für einen entscheidende Bedeutungszuwachs: Mit Rule 15c3-1 des U.S. SEC-Kapitels im (den Börsen gewidmeten) Titel 17 des *Code of Federal Regulations* (CFR) regelt die U.S. SEC fortan, welche Kapitalunterlegung Broker-Dealer-Institutionen für Wertpapiere in ihrem Bestand vorhalten müssen⁴⁶⁵: Herangezogen werden dürfen hierfür nur Ratings von Produzenten, die ein bestimmtes Qualitätsniveau aufweisen, welches insbesondere daran festgemacht wird, dass es sich um „marktanerkannte Produzenten“⁴⁶⁶ handelt. Diese im Grunde ökonomisch sinnvolle Mindestanforderung wird indes dadurch entwertet, dass die U.S. SEC kein normatives, sondern ein positives Konzept verfolgt. Ihr Gütesiegel der *Nationally Recognized Statistical Organization* (NRSRO) bekommen drei Rating-Produzenten nur deshalb verliehen, weil sie dem Grunde nach, und nicht weil sie in besonderer Qualität Ratings produzieren: “In essence, the SEC grandfathered the then, existing rating agencies into a designation without a systematic review of predetermined criteria”⁴⁶⁷.

Seither beeinflusst die auf Ratings von NRSROs gestützte Regulierung anderer Kapitalmarktteilnehmer auch den unternehmerischen Handlungsspielraum für die NRSROs selbst. Das Erwählen der existierenden Produzenten als Benchmark für die vorgesehene Qualität kommt einer nochmaligen Erhöhung der Markteintrittsbarrieren gleich, die angesichts des Reputationsdilemmas für neue Produzenten ohnehin besteht⁴⁶⁸. Von der neuen Regulierung profitieren etablierte Marktteilnehmer also zu Lasten jüngerer und künftiger, die noch gar nicht die Möglichkeit gehabt haben können, sich die Reputation zu erwerben, die von der SEC zur Vorbedingung einer Einbeziehung in die Regulierung mittels Ratings gemacht wird. Das NRSRO-Konzept ist zwar als eine rating-basierte Regulierung gedacht, wirkt aber vom ersten Tag an auch als eine rating-bezogene Regulierung. Ursächlich dafür ist ein ab 1975 maßgeblicher Kriterienkatalog, an dem die Qualität eines Rating-Produzenten fortan gemessen wird, um seine Qualifikation als NRSRO zu beurteilen. Er umfasst: Organisationsstruktur, finanzielle Ressourcen, Unabhängigkeit, Größe und Qualität der Personalausstattung sowie die Prozessqualität „nach außen“ und „nach innen“; zuvorderst aber muss ein um den NRSRO-Status kandidierender Rating-Produzent „national anerkannt“ im Sinne der Verlässlichkeit seiner Rating-Ergebnisse sein.⁴⁶⁹ Daraus aber resultiert eine schwerwiegende Variante des

⁴⁶⁵ „Net capital requirements for brokers or dealers“, 17 C.F.R. 240.15c3-1; vgl. einführend auch U.S. SEC (1997), S. 68019.

⁴⁶⁶ Im Sinne des Erfinders: „market-recognized credible rating agencies“, vgl. SEC (2003a), S. 5.

⁴⁶⁷ Rhodes (1996), S. 322f. In der zwar intuitiv nachvollziehbaren, jedoch nicht – über einen entsprechenden Kriterienkatalog – systematischen und nachprüfaren Entscheidung, Standard & Poor’s, Moody’s sowie Fitch als NRSROs zu akkreditieren, zeigte sich eine gewisse „normative Kraft des Faktischen“, vgl. SEC (2003a), S. 8f., kritisch demgegenüber White (2003), S. 40; Fisch (2004).

⁴⁶⁸ Vgl. Hill (2004), S. 54.

⁴⁶⁹ Die Feststellung „used nationally“ führte unmittelbar zur Einstufung „considered NRSROs“, vgl. auch U.S. SEC (2003a), S. 8f.; Hunt (2002), S. 133; U.S. SEC (1997), S. 68019.

beschriebenen Anbieterdilemmas: Ohne nationale Anerkennung kein NRSRO-Status, ohne NRSRO-Status keine Möglichkeit, sich nationale Anerkennung zu erwerben⁴⁷⁰.

Nachdem sich bereits bis hierher gezeigt hat, dass dem NRSRO-Konzept zwar eine Pionierrolle zukommt, es dabei aber gravierende Transparenz- und Gerechtigkeitslücken aufweist, ist zunächst zu prüfen, wie jüngere Konzepte eine rating-basierte Regulierung umgesetzt und die aufgezeigten Probleme berücksichtigt haben. Hierzu ist zunächst auf Entwicklungen im Bankenbereich einzugehen. Im Jahr der Integration von „Basel I“ ins deutsche KWG wurde auf europäischer Ebene die „Richtlinie 93/6/EWG des Rates vom 15.03.1993 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten“, die so genannte Kapitaladäquanzrichtlinie (Capital Adequacy Rule, CAR), erlassen⁴⁷¹. Die Richtlinie zielte seinerzeit auf die Schaffung eines level playing field für Wertpapierfirmen (in der Tradition der Trennbankensysteme) und Bankintermediäre. Sie beförderte aber auch die aufsichtliche Klassifizierung von Risikoaktiva „in eine neue Dimension. [...] Denn zum erstenmal wird der Katalog privilegierter Schuldtitel durch eine gesetzliche Inbezugnahme von Ratings ergänzt“⁴⁷².

Gut zehn Jahre später räumt das neue Rahmenwerk für die Bankenregulierung Ratings im Allgemeinen und den Leistungsergebnissen von Rating-Produzenten im Besonderen einen erheblich größeren Stellenwert ein: Im bekannten „Drei-Säulen-Konzept“ von Basel II reflektiert die erste Säule der quantitativen Mindestanforderungen im Bereich der Kreditrisiken das Grundansinnen, gegenüber dem geltenden Recht zu einer risikoorientierteren Bemessung der für ein Asset aufsichtlich geforderten Eigenkapitalunterlegung zu gelangen⁴⁷³. Hierbei wird erkennbar, dass die aufgezeigten Vorbehalte gegenüber der Basel-I-Konzeption auch ihren Architekten sehr wohl bewusst und in der Folge Hauptmotivation für die Entwicklung von Basel II sind: „The current risk weighting of assets results, at best, in a crude measure of economic risk, primarily because degrees of credit risk exposure are not sufficiently calibrated as to adequately differentiate between borrowers’ differing default risks“⁴⁷⁴. Eine Konsequenz besteht darin, den Regulierten mit dem *Standardansatz* der hier relevanten ersten Säule den Rückgriff auf Leistungsergebnisse von Rating-Produzenten zu ermöglichen, um Ausfallrisiken im Anlagebuch des einzelnen Bankintermediärs zu klassifizieren. Es handelt sich also um eine ratingbezogene Verfeinerung der herkömmlichen Risikoklasseneinteilung dadurch,

⁴⁷⁰ Vgl. stellvertretend White (2003), S. 41; Hill (2004), S. 55.

⁴⁷¹ Amtsblatt Nr. L 141 vom 11/06/1993 S. 0001 – 0026.

⁴⁷² v. Randow (1996), S. 561.

⁴⁷³ Vgl. stellvertretend Deutsche Bundesbank (2004a), S. 75f. Vgl. für ausführlich – auch zu den Säulen 2 (Supervisory Review Process) sowie 3 (Marktdisziplinierung durch Transparenzvorschriften) Paul (2004b).

⁴⁷⁴ Basel Committee (1999), S. 9. Vgl. hierzu auch Benink/Wihlborg (2002), S. 104f.; Tabakis/Vinci (2002), S. 10f.

dass Ratings als zweite Klassifizierungsdimension benutzt und die gewohnte Klassifizierungstabelle in eine zweidimensionale Klassifizierungsmatrix aufgefächert wird.⁴⁷⁵

Analog den Konzepten der NRSRO bzw. der CAR sind nur Ratings von Produzenten verwendbar, die die nationale Aufsichtsbehörde als „external credit assessment institution“ (ECAI) anerkennt. Dies hängt von der Erfüllung der folgenden sechs Kernkriterien ab⁴⁷⁶: Objektivität, Unabhängigkeit, Internationaler Zugang/Transparenz, Offenlegung, Ressourcen, Glaubwürdigkeit. Die Aufstellung auch dieses Katalogs ist dem Grunde nach unstrittig, denn die „proper selection of rating agencies is a key prerequisite to the successful use of external credit ratings“⁴⁷⁷. Abgesehen davon, dass die Bewertung der Glaubwürdigkeit erneut in das bekannte Dilemma führt, bietet der Katalog auch en detail Anlass zu Kritik und Verbesserungsvorschlägen⁴⁷⁸, die spätestens bei der Adaption durch eine rating-bezogene Versicherungsregulierung sorgfältig zu prüfen wären.

6.2.2. Versicherungsregulierung und Rating

Nachdem die Kreditwirtschaft mit „Basel I“ 1988 ihr bis heute gültiges Aufsichtsgerüst erhielt, folgt das inhaltliche und bedeutungsmäßige Pendant für die Assekuranz im Jahre 1992: Die Versicherungsrichtlinien der 3. Generation, umgesetzt mit der VAG-Novelle 1994, schließen die europäische Rechtsetzung für die Versicherungsaufsicht vorerst ab⁴⁷⁹. Während sie bis heute maßgeblich für die Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen auch in Deutschland sind, formulieren die Richtlinien der 3. Generation bereits die Ausgangsbasis für die spätere Fortbildung des Versicherungsaufsichtsrechts: Sie enthalten einen Arbeitsauftrag an die EU-Kommission, spätestens drei Jahre nach Richtlinienumsetzung (= 1997) einen Bericht zur Modernisierungsbedürftigkeit der europäischen Solvabilitätsnormen vorzulegen. Die „Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörde[n] der Mitgliedstaaten der Europäischen Union“ (heute CEIOPS) setzte daraufhin eine – nach ihrem seinerzeitigen Vorsitzenden traditionell kurz als „Müller-Gruppe“ bezeichnete – Arbeitsgruppe ein, die den geforderten Bericht im April 1997 mit dem Tenor vorlegte, „daß sich das bisherige Solvabilitätssystem im Kern bewährt

⁴⁷⁵ Vgl. zur Einteilung der Risikogewichte sowie Erläuterungen u.a. zu Alternativen des Standardansatzes Basel Committee (2004), S. 15 – 20, auch S. 45. Vgl. einführend auch EZB (2005), S. 54.

⁴⁷⁶ Vgl. – auch im Folgenden – zu diesen „eligibility criteria“ Basel Committee (2004), S. 22f.

⁴⁷⁷ Karacadag/Taylor (2000), S. 18.

⁴⁷⁸ Vgl. – etwa zur Frage der Ansiedlung des Zulassungsverfahrens bei nationalen oder aber supranationalen Institutionen – Karacadag/Taylor (2000), S. 18 – 20, 35; Tabakis/Vinci (2002), S. 11.

⁴⁷⁹ Vgl. Müller, H. (1995), bes. S. V, 27 – 29, 33 – 36; Müller, H. (1999), S. 305f.; Prölss/Kollhossler/Schmidt/Präve (2005), Vorbem., Rdnr. 41; vgl. ergänzend – in Richtung Rechtsfortbildung – Fahr/Kaulbach/Bähr (2003), Vor § 1, Rdnrn. 20 – 25. Ausführlich zur VAG-Novelle vgl. Neuhaus (1994).

hat“⁴⁸⁰. Auf Grundlage der im weiteren Bericht ausgesprochenen Empfehlungen wurden erst im März 2002 zwei Änderungsrichtlinien erlassen, die den bis heute gültigen Stand „Solvency I“ für den Bereich der Finanzaufsicht über Versicherungsintermediäre begründet haben⁴⁸¹.

Das Nachfolgekonzept „Solvency II“ initiierte die EU-Kommission auf Basis von zwei Gutachten. Hiervon geriet die „*Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision*“ sowohl im Allgemeinen als auch zur Berücksichtigung von Ratings ausführlicher: Im Tenor wurde für ein auf Belange der Versicherungsaufsicht hin adjustiertes Pendant des Drei-Säulen-Konzepts von Basel II plädiert⁴⁸². Für die von Informationsintermediären produzierten Ratings folgte daraus: „Credit ratings could be used to determine the riskiness of debt securities and hence how much should count towards solvency, either through restrictions or explicit capital charges“⁴⁸³. Demgegenüber hielt sich der auf Befragungen der nationalen Aufsichtsbehörden basierende „*Sharma-Report*“ der Konferenz der europäischen Versicherungsaufsichtsbehörden in Sachen Ratings weitgehend bedeckt. Immerhin findet sich in den abschließenden „supervisory toolkits“ für den Bereich der Anlage-, Kredit- und ALM-Risiken die Anregung zu einem „greater use of existing market databases and credit rating information“⁴⁸⁴.

Zusätzlich dazu weist das deutsche Versicherungsaufsichtsrecht seit einem entsprechenden BaFin-Rundschreiben von 2002 eine einfache Abstützung auf „externe Ratings“ auf, deren Nähe zum Aufsichtskonzept „Solvency I“ allerdings weitgehend zeitlich und weniger inhaltlich zu sehen ist. Im Vergleich zur traditionellen Versicherungsregulierung stellt diese Rating-Basierung indes nur einen Schritt in die Richtung detaillierterer und marktbezogenerer Risikoklassen dar. Jenseits dieser nur rudimentären Nutzbarmachung von Ratings haben die Fortschritte auf nationaler und supranationaler Ebene die Qualität der Versicherungsaufsichtskonzepte nur im Ansatz verbessern können, die geäußerte Kritik bleibt in weiten Teilen auf der Basis von Solvency I bestehen, das geltende Solvabilitätssystem der Versicherungsaufsicht muss auch auf dieser Basis als nicht mehr zeitgemäß eingestuft werden⁴⁸⁵. Dieser Kritik Rechnung zu tragen, gehört daher zu den Zielen der Nachfolgekonzeption „*Solvency II*“.

⁴⁸⁰ Müller-Gruppe (1997), S. 47.

⁴⁸¹ Richtlinien 2002/12/EG und 2002/13/EG, ABl. Nr. L 77 v. 20.3.2002, S. 11 – 22, hier bes. S. 11, 17, zum Zusammenhang mit den genannten Vorarbeiten; vgl. einführend auch Hartung/Helten (2004), S. 294; Müller, H. (2004), S. 726.

⁴⁸² Vgl. KPMG/European Commission (2002), hier im Überblick S. 16f., 243f., vgl. einführend auch Hartung/Helten (2004), S. 298.

⁴⁸³ KPMG/European Commission (2002), S. 215.

⁴⁸⁴ Sharma-Report (2002), S. 51.

⁴⁸⁵ Vgl. Hartung/Helten (2004), hier im Ergebnis S. 303.

Die erste Phase des Projekts Solvency II, die Grundlagenarbeiten gewidmet war, ist mit zwei Kommissionspapieren zum September 2003 bzw. Februar 2004 abgeschlossen worden⁴⁸⁶. Zu ihren zentralen Ergebnissen zählt die aus dem KPMG-Report herrührende Empfehlung, die Versicherungsregulierung künftig analog dem auch Basel II zugrunde liegenden Drei-Säulen-Modell auszugestalten⁴⁸⁷.

Angesichts des weiter andauernden Konsultationsprozesses ist die künftige Konzeption der Versicherungsaufsicht zwar schon in wichtigen Konturen, jedoch nicht in allen Details erkennbar, zu Letzteren zählt auch der Rückgriff auf die von Informationsintermediären produzierten Ratings: Dem Grunde nach ist ihr Bedeutungszuwachs auch von Regulierungsseite bereits bestätigt worden, die Ausgestaltung der Integration steht indes noch aus⁴⁸⁸. Gleichzeitig belegen die Empfehlungsentwürfe der Nachfolgeorganisation der Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden, des *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS)*⁴⁸⁹, eine begrüßenswerte Bereitschaft, aufsichtsexternes Wissen anderer Marktteilnehmer für Aufsichtszwecke zu mobilisieren. Unter diesem Aspekt erscheint bereits der Rückgriff auf das in Ratings kondensierte Wissen interessant.

Die künftige Verwendung der von Informationsintermediären produzierten Ratings für eine rating-basierte staatliche Regulierung von Versicherungsintermediären steht in Wechselbeziehung nicht nur zu den zeitlich weiter vorangeschrittenen Umwälzungen der Bankenaufsicht, sondern auch zu Fragen einer Regulierung von Informationsintermediären selbst. Dies ist inhaltlich und konzeptionell, aber auch institutionell bedingt, da die für Bank- und Versicherungsintermediäre zuständigen Aufsichtsbehörden zu den wichtigsten Teilnehmern der Diskussion um eine rating-bezogene Regulierung gehören.

6.3. Regulierung von Informationsintermediären

Indem die BaFin die Behandlung der Risiken, die ein von ihr beaufsichtigter Finanzintermediär eingeht, künftig entsprechend dem Gutachten eines Informationsintermediär

⁴⁸⁶ Vgl. im Original EU-Kommission (2003), EU-Kommission (2004); zum Überleitungscharakter beider Dokumente zwischen erster und zweiter Projektphase vgl. etwa Müller, H. (2004), S. 765; Füser/Freiling/Hein (2005), S. 107.

⁴⁸⁷ Vgl. Müller, H. (2004), S. 765; BaFin (2004), S. 55 i.V.m. den ausführlichen Erläuterungen aus Aufsichtsperspektive bei Steffen (2004), S. 12 – 23.

⁴⁸⁸ Dies lässt sich exemplarisch an den Einlassungen verdeutlichen, die sich in den letzten Jahresberichten der BaFin zum Thema finden: Demnach wird „Solvency II [...] voraussichtlich den Anwendungsbereich für Ratings deutlich erweitern“, BaFin (2005), S. 66. Indes findet sich diese Kernaussage in Teil I.4.8, der ganz den „Rating-Agenturen“ gewidmet ist; im vorhergehenden Teil I.4.5 „Solvency II“, vgl. ebda. S. 53 – 61, taucht der Terminus Rating hingegen nicht auf. Vgl. entsprechend auch BaFin (2004), S. 55 – 57.

⁴⁸⁹ Die Stellungnahmen CEIOPS' gegenüber der EU-Kommission können eingesehen werden unter [http://www.ceiops.org/cgi-bin/ceiops.pl?sprache=1&verz=05a_\\$\\$publications*01a_S\\$\\$bmissions_to_the_European_Commission&cm=nm](http://www.ceiops.org/cgi-bin/ceiops.pl?sprache=1&verz=05a_$$publications*01a_S$$bmissions_to_the_European_Commission&cm=nm).

als spezialisiertem Dritten staffelt, verlässt sie sich zunächst *indirekt* stärker auf diese Expertenschätzungen: Die beaufsichtigten Finanzintermediäre können im Rahmen des Managements von Kapitalanlagerisiken entweder auf diese fremderstellten Risikobeurteilungen zurückzugreifen, oder aber eigene Potentiale und Prozesse weiter ausbauen. Bereits bei den Finanzintermediären, noch mehr aber bei den Regulierungsinstitutionen sind in der Folge Effizienzvorteile denkbar⁴⁹⁰, da diese für die Bewertung des Markthandelns eines beaufsichtigten Intermediärs auf eine etablierte und einheitliche Benchmark zurückgreifen und Einzelfallprüfungen zurückstellen können.

Auch eine noch *direktere* Nutzbarmachung der Ratings von Informationsintermediären für die Regulierung von Finanzintermediären wäre prinzipiell vorstellbar, indem der Regulierer sein eigenes Handeln von diesen Expertenschätzungen abhängig macht. Hinsichtlich der Regulierung von Versicherungsintermediären könnten etwa rating-abhängige Trigger für die laufende Finanzaufsicht nach § 81b VAG formuliert werden, welche die derzeitigen, an den Eigenmitteln ansetzenden Regeln⁴⁹¹ ergänzen. Allerdings stehen dem nicht unerhebliche ordnungspolitische Bedenken entgegen. Diese beruhen zum einen auf den in den Vorkapiteln diskutierten Anreizeffekten. Zum anderen würden Informationsintermediäre, deren Ratings zu einem solch prominenten Bezugspunkt der Versicherungsregulierung befördert würden, einen weiteren erheblichen Bedeutungszuwachs verzeichnen. Es käme zu einer weiteren Verlagerung von Regulierungskompetenzen vom „geborenen“ auf den „gekorenen“ Regulierer. Bereits ausgehend hiervon lässt sich ableiten, dass direkte Rating-Basierungen dieser Art zukünftig nicht zu erwarten sind: Maßgebliche Architekten der Versicherungsregulierung sind die heutigen Regulierer, die kaum einen Anreiz besitzen, mit der Entwicklung neuer Konzepte die eigenen Kompetenzen zu verringern und statt dessen Abhängigkeiten zu erhöhen. Diese Einschätzung wäre erst dann zu relativieren, wenn den betroffenen Regulierern im Gegenzug die *Aufsicht über die Informationsintermediäre* selbst zugestanden würde.⁴⁹²

Inwieweit die für den Rückgriff auf Ratings maßgebliche Kritik an der traditionellen Regulierung von Finanzintermediären infolge der Rating-Basierung abzuschwächen ist, lässt sich nicht generalisieren. Entscheidend hierfür ist zunächst die Qualität der Ratings selbst: Je geringer die Qualität, die Ratings hinsichtlich der Risikobewertung zugemessen wird, für die sie konzipiert sind, desto geringer c.p. auch die Qualität einer auf diesen Expertenschätzungen basierenden Regulierung. Eine weitere Gefahr ist dadurch gegeben, dass auch Ratings, die erfahrungsgemäß von guter Prognosequalität sind, nur einen Baustein eines komplexen Regulierungsgebäudes darstellen und daher durch Fehlgestaltungen an anderer Stelle entwertet werden können. Während das letztgenann-

⁴⁹⁰ Vgl. Cantor/Packer (1994), S. 21; auch Karacadag/Taylor (2000), S. 17.

⁴⁹¹ Vgl. für eine ausführliche Kommentierung Prölss/Kollhosser (2005), § 81b, Rdnrn. 2 – 11; Fahr/Kaulbach/Bähr (2003), § 81b, Rdnrn. 0 – 8.

⁴⁹² Vgl. grundlegend dazu stellvertretend Niskanen (1968), bes. S. 294, 299f., 303.

te Problem im Rahmen der für die Finanzintermediäre geltenden Regulierungskonzeption zu lösen ist, könnte der rating-basierten Regulierung zugute kommen, dass ihr „Rating-Input“ durch eine rating-bezogene Regulierung überwacht wird.

Faktisch begann die staatliche Regulierung von Rating-Unternehmen mit dem NRSRO-Konzept, auch wenn dieses seinerzeit als Element einer rating-basierten Regulierung galt. Die Anlegung der Qualitätskriterien begründete in der Folge eine indirekte rating-bezogene Regulierung. Analoges gilt für die Integration von Ratings in europäische oder globale Aufsichtskonzepte für Bank- oder Versicherungsintermediäre. Folglich betrifft die derzeitige Diskussion das „Ob“ einer Regulierung von Rating-Produzenten nur bei vordergründiger Betrachtung, tatsächlich geht es nur noch um das „Wie“. In einem ersten Schritt ist hierbei hinsichtlich des Übergangs von der gezeigten indirekten/impliziten zu einer direkten/expliciten Regulierungskonzeption zu entscheiden. In einem zweiten Schritt erst wären die Details dieser direkten rating-bezogenen Regulierung auszuformulieren. Diesbezüglich sind derzeit vor allem drei Entwicklungslinien bedeutsam, die sich in Ansätzen nationaler Regulierung in den USA, aber auch in Deutschland, sowie auf supranationaler Ebene abzeichnen.

Den Auftakt bilden krisengetriebene *Ansätze für eine rating-bezogene US-Kapitalmarktregulierung*: Ausgelöst durch das Enron-Debakel beginnt zum Jahreswechsel 2001/2002 eine Reihe von Hearings vor Ausschüssen der beiden Häuser des Kongresses.⁴⁹³ Aus den Vorwürfen an die U.S. SEC als zuständige Aufsichtsbehörde entstehen alternative Entwürfe zum NRSRO-Konzept, die letztlich in einen Gesetzesentwurf münden. Zunächst ist der überfällige Definitionsvorschlag für NRSROs durch die U.S. SEC angesichts der aufgezeigten Intransparenz des traditionellen no-action-letter-Verfahrens dem Grunde nach zu begrüßen. Dem Inhalt nach bleibt der Normenvorschlag indes vieles schuldig: Vor allem verhindert das Beharren auf dem Primärkriterium der „Marktanerkennung“ eine Lösung des beschriebenen fundamentalen Dilemmas⁴⁹⁴. Darüber hinaus verursacht der Entwurf neue Fragen, da entscheidende Begriffe – wie der der Aktualität der Bewertungen – nur unscharf definiert sind⁴⁹⁵. Nach kritischen Reaktionen auf die NRSRO-Definition vor allem aus der Wissenschaft⁴⁹⁶ vollzieht sich die eindrucklichste auf politischer Ebene in Gestalt eines Gegenentwurfs in Gesetzesform: Der „*Credit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2005*“ wird am 20.06.2005 dem Repräsentantenhaus vorgelegt. Explizit abzielend auf Markteintrittsbarrieren, die das alte NRSRO-Konzept geschaffen hat und das neue verfestigen würde,

⁴⁹³ Ein guter Überblick zu den zahlreichen „Enron-Hearings“ findet sich auf <http://www.loc.gov/law/guide/enronhrsgs.html>.

⁴⁹⁴ Vgl. Oxley (2005), S. 1; White (2005), hier bes. S. 7.

⁴⁹⁵ Vgl. Partnoy (2005), hier bes. S. 1f.

⁴⁹⁶ Sämtliche Stellungnahmen sind einsehbar unter <http://www.sec.gov/rules/proposed/s70405.shtml>.

sieht der Entwurf die Abschaffung des NRSRO-Status⁴⁹⁷ zugunsten des der *Statistical Rating Organization* vor. Bei der Fortsetzung der Hearings wird gleichwohl auch Kritik laut, die auf eine Rückbesinnung auf das NRSRO-Konzept hindeutet. Der weitere Fortgang der Diskussion und ggf. Normensetzung bleibt daher vorerst offen.

Trotz der bisherigen zeitlichen und inhaltlichen Vorreiterfunktion rating-bezogener US-Regulierung scheinen *Ansätze supranationaler Regulierung* bedeutsamer, die sich bei der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufseher (*International Organization of Securities Commission, IOSCO*) sowie bei der Europäischen Union vollziehen. Mit den Zusammenhängen von Rating und Regulierung befasst sich die IOSCO systematisch erst seit 2003. Ausgangspunkt dessen waren ihre grundlegenden Regulierungsziele (a) Anlegerschutz, (b) Sicherung gerechter, effizienter und transparenter Märkte und (c) Reduzierung von Systemrisiken⁴⁹⁸. In einem mehrstufigen Projekt entsteht schließlich ein „Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies“, wobei „the essential purpose of the Code Fundamentals is to promote investor protection by safeguarding the integrity of the rating process“⁴⁹⁹. Dieser Verhaltenskodex basiert auf detaillierten Regelungen zu vier Kernbereichen

- Qualität und Integrität der Rating-Prozesse und -Verfahren,
- Unabhängigkeit und Lösung von Interessenkonflikten,
- Transparenz und Aktualität,
- Umgang mit vertraulichen Informationen.

Trotz des formulierten Geltungsanspruchs muss der Code of Conduct mangels gesetzgeberischer Kompetenzen der IOSCO den Charakter einer Empfehlung behalten, gleichwohl setzen Befürworter auf eine flächendeckende Berücksichtigung in der Folge wirksam werdender Marktkräfte⁵⁰⁰.

Auf der *supranationalen Ebene der europäischen Union* befasst sich zunächst das Parlament mit den Zusammenhängen von Rating und Regulierung. Die Ausgangsbasis ist dokumentiert im sog. „Katiforis-Report“⁵⁰¹, der unter Berücksichtigung sowohl der Auseinandersetzung zwischen U.S. SEC und Kongress als auch der IOSCO-Principles am 10.02.2004 durch das Europäische Parlament verabschiedet wird⁵⁰². Das daraufhin

⁴⁹⁷ Vgl. Fitzpatrick (2005), S. 11f.; im Überblick auch House Committee on Financial Services (2005).

⁴⁹⁸ Niedergelegt in den „Objectives and Principles“ der IOSCO, vgl. für einen Überblick IOSCO (2003), Foreword, S. i. In der fortan mit Ratings befassten Task Force war von Anfang an nicht zuletzt die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vertreten.

⁴⁹⁹ IOSCO (2004a), S. 2f.

⁵⁰⁰ Vgl. stellvertretend den Chairman des IOSCO Technical Committee bei IOSCO (2004b), S. 2.

⁵⁰¹ Vgl. Katiforis (2004), S. 4.

⁵⁰² Vgl. zunächst Europäisches Parlament (2004a), für die endgültige Fassung Europäisches Parlament (2004b). Das Parlament fügte dem Bericht zwar nur wenige Änderungen hinzu (vgl. z.B. ebda., neuer

mit der Begutachtung der Möglichkeiten einer rating-bezogenen Regulierung beauftragte *Committee of European Securities Regulators* (CESR) legt im Frühjahr 2005 seinen Bericht vor, der im Tenor empfiehlt, auf den IOSCO-Kodex und bei seiner Adaption im Wesentlichen auf Marktkräfte zu vertrauen: Da die Chance besteht, dass es so zu einer (effizienten) Selbstregulierung kommt, soll hingegen von einer intensiveren Regulierung en detail bereits hinsichtlich der Code-Umsetzung abgesehen werden: Nur eine Minderheit des CESR unterstützt eine Registrierung und Verpflichtungserklärung für die Rating-Unternehmen, den Code umzusetzen, die Mehrheit hingegen votiert für den vorgenannten „wait and see approach“⁵⁰³. Die EU-Kommission beschließt, der CESR-Empfehlung *vorläufig* zu folgen und den Rating-Unternehmen insofern gewissermaßen eine Bewährungsphase einzuräumen⁵⁰⁴.

Die für die USA sowie die supranationale Ebene beschriebenen Entwicklungen bilden schließlich den Hintergrund für *Ansätze einer nationalen Diskussion rating-bezogener Regulierung in Deutschland*. Einprägsam verkörpert die Problemhinsicht der BaFin zur Jahresmitte 2003 ein präsidiales Zitat, denn in einer Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum Finanzplatz Deutschland stellt BaFin-Präsident JOCHEN SANIO zu Beginn seiner Antwort auf die Frage nach rating-bezogener Regulierung fest: „Ratingagenturen sind die größte unkontrollierte Machtstruktur im Weltfinanzsystem und damit auch im nationalen Finanzsystem.“⁵⁰⁵ Dieser erste Satz fungiert fortan als Aufhänger verschiedener Beiträge zur rating-bezogenen Regulierung⁵⁰⁶. Dass der BaFin-Präsident hiermit eine Stellungnahme einleitet, in deren Verlauf er sich gegenüber den Möglichkeiten einer rating-bezogenen Regulierung ausgesprochen *skeptisch* zeigt, wird bevorzugt nicht zitiert. Festzuhalten sind folgende zentrale Einschätzungen:

- Rating-Unternehmen sind zum einen eine marktliche, zum anderen die *strengste Regulierungsinstanz* für kapitalsuchende Unternehmen,
- reputationsschädlichen Einzelfällen wie *Enron* mangelt es an Repräsentativität;
- erhöhte Transparenz auf Seiten der Rating-Unternehmen ist prinzipiell sinnvoll;
- *eine nationale Beaufsichtigung von Rating-Unternehmen ist nicht praktikabel*⁵⁰⁷.

Erwägungsgrund K.) an, blendete im endgültigen Text indes die separate Begründung des ursprünglichen Katiforis-Reports und insbesondere dessen Regulierungsempfehlung aus.

⁵⁰³ Vgl. CESR (2005), S. 52. Vgl. i.V.m. CESR (2004) ergänzend Strunz-Happe (2005), S. 241f., 245.

⁵⁰⁴ Vgl. McCreevy (2005), hier explizit S. 4: “The rating agencies put issuers on watch. I want them to realise that *it is they who are now on watch.*” (Hervorhebung v. Verf.).

⁵⁰⁵ Sanio (2003), S. 29.

⁵⁰⁶ Vgl. stellvertretend Strunz-Happe (2005), S. 232; für die Fachpresse Drost (2005); Steevens (2004); Hirschmann (2004), S. 13; analog für die politische Diskussion Thiele (2004), S. 2; Deutscher Bundestag (2003a), S. 1.

⁵⁰⁷ Vgl. Sanio (2003), bes. deutlich S. 30: „Glauben Sie denn wirklich, dass Deutschland – wie auch immer, aber im Zweifel soll es dann wieder die BaFin sein, da hätte ich dann aber wirklich einen Horror –, dass wir amerikanische Ratingagenturen beaufsichtigen können? [...] Alles, was überhaupt denkbar ist, kann nur auf internationaler Ebene und supra-europäischer Ebene angedacht werden.“

Die deutsche Legislative verfolgt das Thema daraufhin ebenfalls. Mit Vorlage des (explizit begrüßten) IOSCO-Verhaltenskodex⁵⁰⁸ erlahmt das gesetzgeberische Interesse jedoch wieder. Auf nationaler Ebene ruht die Debatte derzeit⁵⁰⁸, doch dürfte ihr Wiedererwachen zum einen davon abhängen, welche rating-bezogene Regulierung in anderen Einzelstaaten – insbesondere in den USA – im Zeitablauf realisiert wird. Zum anderen befindet sich der Code of Conduct nach wie vor in einer faktischen Bewährungsphase. Spätestens anlässlich der nächsten – dem Grunde nach unvermeidlichen, nur zeitlich unsicheren – Unternehmenskrise, die aufgrund ihrer quantitativen oder qualitativen Dimension für politische Akteure handlungsrelevant erscheint, darf mit einer Wiederaufnahme der Debatte auch in Deutschland gerechnet werden⁵⁰⁹.

Unabhängig davon, wo und warum Möglichkeiten einer rating-bezogenen Regulierung wieder aufgegriffen oder vertieft werden, wäre zu fordern, dass etwaige Vorhaben sorgfältiger im Sinne von marktwirtschaftlich haltbar begründet und auf dieser Begründung fußend systematischer aufgebaut werden als bisher. Für eine solche Gliederung könnten insbesondere zwei Kriterien nutzbar gemacht werden, die auch den bisherigen Ausführungen zugrunde gelegen haben. Das erste Kriterium ist die *Methodik der Regulierung*, die unterteilt werden kann nach den „Drei Säulen“, welche sich mit den Neukonzeptionierungen Basel II und Solvency II zur Regulierung der Finanzintermediäre Banken und Versicherungen etabliert haben. Das zweite Kriterium umfasst die *Ansatzpunkte der Regulierung*: Für eine daran anknüpfende Unterteilung der Regulierung des Markthandelns von Produzenten informationsbezogener Dienstleistungen lassen sich die Teildimensionen dieser Dienstleistungen⁵¹⁰ nutzen:

1. die *Potential-Dimension* im Sinne der zur Rating-Erstellung erforderlichen Ausstattung des Rating-Unternehmens mit Produktionsfaktoren;
2. die *Prozess-Dimension* als Gesamtheit der Aktivitäten, die im Verlauf der Rating-Erstellung durchgeführt werden sowie
3. die *Ergebnis-Dimension*, also a) kurzfristig („i.e.S.“) die Rating-Note und b) langfristig („i.w.S.“) die damit verbundenen Folgewirkungen aus 1 bis 3a), insbesondere also Veränderungen der Kapitalkosten auf Seiten der Bewerteten.

Demgegenüber befürwortete der Zentrale Kreditausschuss grundsätzlich eine Zuständigkeit der BaFin, vgl. ZKA (2003); sowie ergänzend Strunz-Happe (2004), S. 120.

⁵⁰⁸ Den vorläufigen Schlusspunkt bildet die Zustimmung des Deutschen Bundestages zu einem fraktionsübergreifenden Antrag, der im Tenor auf eine Unterstützung des IOSCO-Kodex zielt, vgl. dazu Deutscher Bundestag (2004).

⁵⁰⁹ Neben tatsächlichen Krisen von Unternehmungen könnten auch anders begründete Auseinandersetzungen zwischen bewerteten Unternehmungen auf der einen und Rating-Unternehmungen auf der anderen Seite Anlass für explizite Regulierungsbegehren sein, ein solcher Disput zeichnet sich gegen Ende 2005 immer deutlicher zwischen dem Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft auf der einen sowie der Rating-Unternehmung FitchRatings auf der anderen Seite ab. Vgl. einführend die Positionen zu den problematisierten Q-Ratings bei GDV (2005) sowie FitchRatings (2005).

⁵¹⁰ Diese sind in Kapitel 2 dieser Arbeit ausführlich behandelt worden, vgl. ebda. sowie die dortigen Nachweise; vgl. einführend auch Paul (2005), S. 160f.

Aus der Verknüpfung der beiden Kriterien ergibt sich der theoretische Möglichkeitsbereich der Regulierung in neun Kategorien gegliedert. Verzahnt mit der Zusammenstellung eines effizienten Regulierungs-Mix' aus den resultierenden $3 \times 3 = 9$ Teilkriterien ist schließlich die Frage zu beantworten, welcher *Institution* die Durchführung dieser Regulierung obliegen soll. Zielführend erscheint aus heutiger Sicht weniger die Verortung bei nationalen Aufsichtsbehörden als bei der IOSCO; alternativ könnte auch eine Neugründung im Bereich der staatlichen oder der Selbstregulierung gefördert werden⁵¹¹. Wie sich die Regulierungsumgebung für Finanz- und Informationsintermediäre hierdurch verändert, veranschaulicht die nachfolgende Abbildung 21.

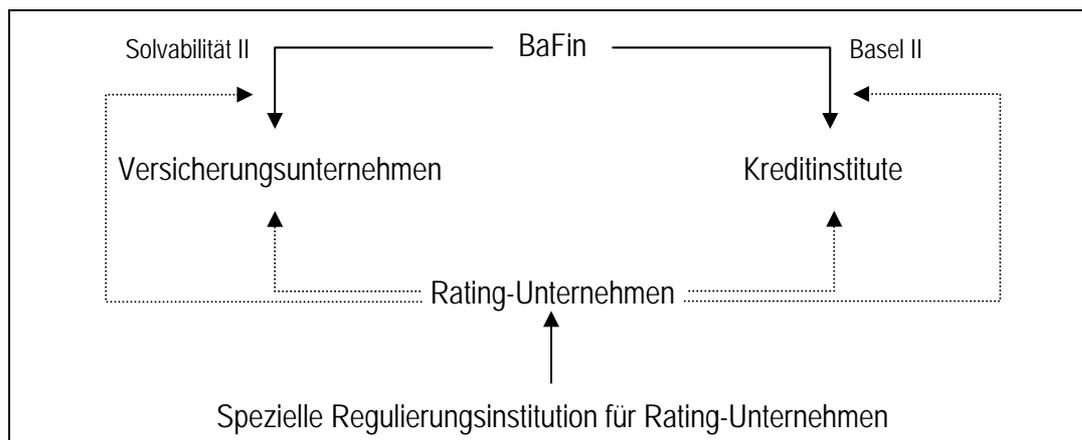


Abb. 21: Institutionelle Trennung rating-basierter und rating-bezogener Regulierung

Die evolutorische Weiterentwicklung sowohl der genutzten Regulierungsinstrumente als auch der sie nutzenden -institutionen kann an dieser Stelle bereits deswegen nur skizziert werden, weil die Ausführungen auf das heute verfügbare Wissen zurückgreifen. Es ist nicht auszuschließen, dass künftig ganz andere Ansätze zur Reduzierung von Informationsasymmetrien zwischen den Partnern von Finanzkontrakten bzw. zwischen Regulierer und Reguliertem in den Vordergrund treten⁵¹². Verdrängen diese im Rahmen der Kalküle von Kapitalgebern wie Regulierern die von Informationsintermediären produzierten Ratings, würde mit den Rating-Unternehmen auch eine auf sie gerichtete Regulierung obsolet.

Die Strukturen und regulatorischen Rahmenbedingungen, welche das Rating in der Versicherungswirtschaft determinieren, weisen wie gesehen erhebliche sich selbst erhaltende und verstärkende Tendenzen auf. In der Folge besteht die Gefahr, dass evolutorische

⁵¹¹ So sollten auf EU-Ebene zunächst auch Beratungen zur „Einrichtung eines freiwilligen Branchenorgans“ für Aufsichtsaufgaben initiiert werden, vgl. zunächst Katiforis (2004), S. 7 (Nr. 9), später analog Europäisches Parlament (2004a/b), Nr. 10. Die EU-Kommission folgte dem nach den CESR-Berichten zunächst nicht. Vgl. für einen retrospektiven Überblick auch Asmussen (2005), hier S. 254.

⁵¹² Diesbezüglich wird vor allem den am Markt beobachtbaren Credit Spreads asymmetrieminderndes Potential zugebilligt. Sowohl bei Ableitung aus „normalen“ als auch aus „speziell für Regulierungszwecke“ zwangsweise begebenen Schuldverschreibungen sind indes erhebliche Aussageprobleme zu bewältigen, vgl. stellvertretend für diese Kritik Schwarcz (2002), S. 51f.

Prozesse behindert werden, aus denen durch die Nutzung neuen Wissens Verbesserungsmöglichkeiten für die Gestaltung von Kapitalüberlassungsverträgen, ihre Bewertung durch externe Experten sowie damit verbundene Regulierungsalternativen entstehen könnten. Ratings können auf Märkten für Mittelüberlassungen im Allgemeinen und für Versicherungsverträge im Besonderen schon auf dem derzeitigen Stand wichtige Funktionen übernehmen. Nicht trotzdem, sondern gerade deswegen sollte aber die Suche nach Entwicklungspotentialen möglichst nicht behindert werden. Am Anfang dessen muss eine zumindest periodische Überprüfung des Status Quo stehen. Dies galt in der Vergangenheit, gilt in der Gegenwart und gilt auch für die Zukunft:

*„Ratings can and do play an important and valuable role in the functioning and oversight of financial markets. But at a minimum, regulators and investors alike should be critical users and should regularly review their application of ratings to the decisions they make.“*⁵¹³

Die Notwendigkeit einer Überprüfung ist dabei mit besonderem Nachdruck für die Zusammenhänge von Rating und Regulierung zu betonen. Sowohl geltende Regulierungskonzeptionen als auch kontinuierlich entstehende – im Sinne eines Wissenswettbewerbs durchaus zu begrüßende – Novellierungsvorschläge müssen im Hinblick auf ihre Effektivität und Effizienz kritisch bewertet werden. Andernfalls besteht die Gefahr, dass das Erreichen der Regulierungsziele nicht gelingt⁵¹⁴.

Diese Arbeit ist nicht zuletzt entstanden, um einen Beitrag zum vorstehend eingeforderten Prozess zu leisten.

⁵¹³ Cantor/Packer (1994), S. 22 (Hervorhebung v. Verf.). Vgl. darüber hinaus zur allgemeinen Notwendigkeit einer regelmäßigen Überprüfung von Regulierungsnormen auf ihre ökonomische Sinnhaftigkeit v. d. Schulenburg (1984), S. 316f.

⁵¹⁴ Vgl. stellvertretend Rhodes (1996), hier resümierend S. 358f.

7. *Fazit und Ausblick*

Intermediäre finden ihren Platz dort, wo Direktbeziehungen von Vertragsparteien auf effiziente Weise nicht zustande kommen. Für die Existenz von Versicherungsintermediären sind daher *Transaktionskosten* und *Informationsasymmetrien* auf Versicherungsmärkten entscheidende Voraussetzungen. Die Bewältigung von Informationsasymmetrien kann indes – alternativ oder parallel – mit Hilfe von Institutionen geschehen, die sich als Informationsintermediär spezialisiert haben. Zur Herausbildung solcher *Institutionen* als Gegenstand planvollen menschlichen Handelns⁵¹⁵ kommt es indes erst dann, wenn Wirtschaftsteilnehmer in der Überwindung dieser Friktionen eine unternehmerische Chance erkennen, zu deren Wahrnehmung sie eine Unternehmung, die Intermediationsleistungen erbringt, begründen und erhalten.

Die Leistungen, welche Versicherungsintermediäre einerseits und Informationsintermediäre in Form von Rating-Unternehmen andererseits erbringen, sind allerdings in hohem Maße durch *Vertrauenseigenschaften* gekennzeichnet. Die für Existenz und Markthandeln dieser Intermediäre maßgeblichen Transaktionskosten und Informationsasymmetrien werden daher nicht restlos beseitigt, sondern lediglich auf ein handhabbares Maß gebracht. Dennoch verbleiben gerade auf Versicherungsmärkten schwerwiegende Wissensnachteile beim Versicherungsnehmer, die das Zustandekommen von versicherungstechnischen Mittelüberlassungen auch an einen spezialisierten Versicherungsintermediär gefährden. Einen Ausweg können *Informationsintermediäre* als dritte Partei bieten, indem sie verbliebene Informationsnachteile ausgleichen.

Während der Möglichkeitsbereich der *Rating-Interessenten*, die sich in der Folge herausbilden, zunächst über die Stakeholder eines Versicherungsintermediärs abgrenzbar ist, führt die weitere Herausarbeitung der Kerninteressenten auf die *Initiatoren*: Ihre Interessen sind so ausgeprägt, dass die Beauftragung eines Rating-Produzenten sich für sie trotz der entstehenden Kosten lohnt. Auch auf Versicherungsmärkten wird die Initiatorenfunktion regelmäßig entweder vom Bewerteten oder vom Rating-Produzenten wahrgenommen, bemerkenswert ist aber das Gewicht der *unsolicited ratings*, bei denen der Produzent auch als Initiator fungiert. Bei ökonomischer Analyse zählen zu den Nachteilen von *unsolicited ratings* nicht nur die geringere Quantität und Qualität der für die Urteilsfindung heranziehbaren Daten, sondern auch die Anreizeffekte in der Beziehung zwischen Versicherungs- und Informationsintermediär. Umgekehrt bieten sie eine Chance zur Überwindung des *Markteintrittsdilemmas* neuer Rating-Produzenten und damit der vorherrschenden teiloligopolistischen Struktur des Rating-Markts.

Als *Produzenten* von Ratings auf Versicherungsmärkten haben sich vor allem spezialisierte Informationsintermediäre etabliert. Ein Aufbrechen ihres Teiloligopols kann zum

⁵¹⁵ Vgl. Schneider (1995), S. 105.

einen neuen spezialisierten Informationsintermediären gelingen, zum anderen den Versicherungsintermediären selbst, indem sie die von ihnen benötigten Ratings selbst erstellen. Spätestens für eine Beurteilung der Anreize für Versicherungsintermediäre, diese Produzentenrolle zu übernehmen, ist es unumgänglich, die regulatorischen Rahmenbedingungen einzubeziehen. Neben der stärker rating-basierten Ausgestaltung einer auf Versicherungsintermediäre bezogenen Regulierung sind hierbei zunehmend aktuelle Überlegungen für eine staatliche Beaufsichtigung von Informationsintermediären in Form von Rating-Unternehmen ins Kalkül zu ziehen. Es handelt sich um eine krisengetriebene Regulierung, die ausgelöst wurde durch spektakuläre Unternehmensinsolvenzen: Zunächst identifizierten Marktteilnehmer Probleme des Timings und der Leistungsqualität von Ratings, die negative Anreize für Initiatoren und Interessenten von Ratings induzieren. Entscheidend war indes das Durchschlagen der entstehenden Kritik auf die Nutzenkalküle *politischer* Entscheidungsträger. Die resultierenden Regulierungsüberlegungen haben sich seither am sichtbarsten im *Code of Conduct* der IOSCO niederschlagen; weitere regulatorischen Folgen bilden sich aktuell heraus und wären zu gegebener Zeit einer ausführlichen ökonomischen Analyse zu unterziehen.

Eine solche Analyse liegt nicht zuletzt im Interesse der Versicherungsintermediäre und der Informationsintermediäre selbst, denn gelingt es ihnen nicht, den Ansprüchen zu genügen, die Marktteilnehmer und Regulierer an sie stellen, gefährden sie ihren Fortbestand in der heutigen Form. Dass ihre Aussparung keine reine Theorie ist, belegen für die Versicherungsintermediäre die beschriebenen Anfänge einer Disintermediation durch erste Verbriefungen einerseits und für die Informationsintermediäre in Form von Rating-Unternehmen der regulatorisch angereizte Aufbau von Rating-Kompetenz gerade bei Finanzintermediären andererseits. Gerade hinsichtlich der Potentiale ratingbezogener Regulierung sowie ihrer Wechselbeziehung zu rating-basierter Regulierung legt das miteinander verschränkte Markthandeln von Versicherungsintermediären und Informationsintermediären eine Fortsetzung der ökonomischen Forschung nahe.

Abkürzungen im Literaturverzeichnis

Anm.	Anmerkung (des Verfassers)
Aufl.	Auflage
Bd./Bde.	Band/Bände
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BöZ	Börsen-Zeitung
DBW	Die Betriebswirtschaft
Ders./Dies.	Derselbe/Dieselben
Diss.	Dissertation
ebda.	ebenda
et al.	et alii
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FRB	Federal Reserve Bank
Habil.	Habilitation(sschrift)
HB	Handelsblatt
Hrsg.	Herausgeber
Jg.	Jahrgang
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
No./Nr.	Nummer
o. Jg.	ohne Jahrgang
o. O.	ohne Ort
Univers.	Universität
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
zugl.	zugleich
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft
ZWS	Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Literaturverzeichnis

- A.M. Best* (2004): Best's Insurance Reports – Life/Health, 2004 Edition, o.O., www.ambest.com.
- Achleitner, Ann-Kristin/Everling, Oliver* (Hrsg., 2005): Versicherungsrating, Hintergrund – Strukturen – Prozesse, Wiesbaden.
- AFP – Association for Financial Professionals* (2004): 2004 Credit Rating Agency Survey – Report of Survey Results, Bethesda.
- Akerlof, George A.* (1970): The Market for “Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: *Quarterly Journal of Economics*, 84. Jg., S. 488 – 500.
- Albrecht, Peter* (1992): Zur Risikotransformationstheorie der Versicherung: Grundlagen und ökonomische Konsequenzen, Karlsruhe.
- Albrecht, Peter/Hartung, Thomas* (Hrsg., 2005): Liber discipulorum für Elmar Helten – zum 65. Geburtstag, Karlsruhe.
- Alchian, Armen A./Demsetz, Harold* (1972): Production, Information Costs, and Economic Organization, in: *American Economic Review*, 62. Jg., S. 777 – 795.
- Alich, Holger/Schönauer, Felix* (2003): Versicherer kritisieren Rating-Agenturen, in: *Handelsblatt*, Nr. 101, 27.5.2003, S. 23.
- Altman, Edward I./Bharath, Sreedhar T./Saunders, Anthony* (2002): Credit ratings and the BIS capital adequacy reform agenda, in: *Journal of Banking and Finance*, 26. Jg., S. 909 – 921.
- Altman, Edward I./Saunders, Anthony* (2002): The Role of Credit Ratings in Bank Capital, in: *Levich/Majnoni/Reinhart* (Hrsg.), S. 99 – 116.
- Amato, Jeffery D./Furfine Craig H.* (2003): Are credit ratings procyclical?, BIS Working Paper 128, February 2003, Basel.
- Amato, Jeffrey D./Remolona, Eli M.* (2003): The credit spread puzzle, in: *BIS Quarterly Review*, December, S. 51 – 63.
- Arrow, Kenneth J.* (1963): Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care, in: *American Economic Review*, 53. Jg., S. 941 – 973.
- Arrow, Kenneth J.* (1965): Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care: Reply (The Implications of Transaction Costs and Adjustment Lags), in: *American Economic Review*, 55. Jg., S. 154 – 158.
- Arrow, Kenneth J.* (1968): The Economics of Moral Hazard: Further Comment, in: *American Economic Review*, 58. Jg., S. 537 – 539.
- Arrow, Kenneth J.* (1970): *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Amsterdam/London.

- Aschenbrenner-von Dahlen, Sebastian/Napel, Stefan* (2004): Insurance Intermediation – Theoretical Analysis and Practical Issues in the European Market, in: *ZVersWiss – Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 93. Bd., S. 67 – 99.
- Asmussen, Jörg* (2005): Rating-Agenturen und Finanzaufsicht, in: *BFuP – Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 57. Jg., S. 246 – 255.
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (2002a): Startschuss für die Allfinanzaufsicht in Deutschland, Pressemitteilung 29.04.2002, Bonn/Frankfurt/M., www.bafin.de/presse/pm02/020429.htm.
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (2002b): Rundschreiben 29/2002 (VA) vom 12.12.2002 – Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen ..., www.bafin.de/rundschreiben/92_2002/021212.htm.
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (2004): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2003, Bonn/Frankfurt/M.
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (2005): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2004, Bonn/Frankfurt/M.
- Baker, Richard H.* (2005): Diskussionsbeiträge, in: *Reforming Credit Rating Agencies*, S. 1 – 21 passim.
- Basel Committee on Banking Supervision* (1999): A New Capital Adequacy Framework, Consultative Paper, June 1999, Basel.
- Basel Committee on Banking Supervision* (2004): International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework, June 2004, Basel.
- Baur, Sabine* (2005): E-Insurance nach der New Economy, in: *Albrecht/Hartung* (Hrsg.), S. 57 – 65.
- Becker, Jochen* (2002): Marketing-Konzeption: Grundlagen des ziel-strategischen und operativen Marketing-Managements, 7. Aufl., München.
- Behrends, Andrea* (1998): Informationsintermediation auf Finanzmärkten – Banken und Rating-Agenturen als alternative institutionelle Lösungsansätze, Diss., Bern.
- Belkaoui, Ahmed* (1980): Industrial Bond Ratings: A New Look, in: *Financial Management*, 9. Jg., Nr. 3, S. 44 – 51.
- Benink, Harald/Wihlborg, Clas* (2002): The New Basel Capital Accord: Making it Effective with Stronger Market Discipline, in: *European Financial Management*, 8. Jg., Nr. 1, S. 103 – 115.
- Benston, George J./Smith jr., Clifford W.* (1976): A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation, in: *Journal of Finance*, 31. Jg., S. 215 – 231.
- Berblinger, Jürgen* (1996): Marktakzeptanz des Rating durch Qualität, in: *Büschgen/Everling* (Hrsg.), S. 21 – 110.

- Bernet, Beat* (2003): *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*, München/Wien.
- Bitz, Michael* (1989): Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären, in: *WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 18. Jg., S. 430 – 436.
- Bosselmann, Eckhard H.* (1994): *Versicherungsmakler und deregulierte Versicherungsmärkte*, Karlsruhe (zugl. Frankfurt/M., Univ., Diss. 1993).
- Bottini, Francis A. jr.* (1993): An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of such Agencies, in: *San Diego Law Review*, 30. Jg., S. 579 – 620.
- Bowers, Barbara* (2005): *Fraud Among Friends*, in: *Best's Review*, January, S. 42 – 44.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin* (2006): *Principles of Corporate Finance*, 8. Aufl., Boston et al.
- Breuer, Wolfgang* (1993): *Finanzmarktintermediation im Kapitalmarktgleichgewicht*, Wiesbaden (zugl. Köln, Univ., Diss. 1992).
- Brunner, Anja* (2001): *Firmenkundenratings deutscher Großbanken*, in: *Szczesny, Andrea* (Hrsg.): *Kreditrisikomessung und Kreditrisikomanagement*, Baden-Baden, S. 107 – 125.
- Burghof, Hans-Peter/Rudolph, Bernd* (1996): *Bankenaufsicht – Theorie und Praxis der Regulierung*, Wiesbaden.
- Büschgen, Hans E./Everling, Oliver* (Hrsg., 1996): *Handbuch Rating*, Wiesbaden.
- Butler, Alexander W./Rodgers, Kimberly J.* (2003): *Relationship Rating: How Do Bond Rating Agencies Process Information?*, Working Paper, Rice University/Pennsylvania State University.
- Byoun, Soku/Shin, Yoon S.* (2002a): *Unsolicited Credit Ratings: Theory and Empirical Analysis*, in: *2002 Proceedings of the Midwest Business Economics Association*, o.O., S. 98 – 112, <http://business.usi.edu/mbea/2002/>.
- Byoun, Soku/Shin, Yoon S.* (2002b): *Unsolicited Credit Ratings: Theory and Empirical Analysis*, Working Paper, University of Southern Indiana/Loyola College in Maryland.
- Campbell, Timothy S./Kracaw, William A.* (1980): *Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation*, in: *Journal of Finance*, 35. Jg., S. 863 – 882.
- Cantillon, Richard* (1755/1931): *Essai sur la nature du commerce en général*, London (fraglich) 1755; dt.: *Abhandlung über die Natur des Handels im Allgemeinen*, Jena 1931 (Anm.: *Verweise mit Bezug auf die deutsche Übersetzung*).
- Cantor, Richard/Packer, Frank* (1994): *The Credit Rating Industry*, in: *FRB New York Quarterly Review*, Summer-Fall, S. 1 – 26.

Cantor, Richard/Packer, Frank (1996): Multiple Ratings and Credit Standards: Differences of Opinion in the Credit Rating Industry, FRB New York Staff Papers, Nr. 12, April 1996.

CESR – The Committee of European Securities Regulators (2004): CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, Consultation Paper, Dok. CESR/04-612b, November 2004, Paris.

CESR – The Committee of European Securities Regulators (2005): CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, Dok. CESR/05-139b, March 2005, Paris.

Coase, Ronald H. (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica*, 4. Jg., S. 386 – 405.

Corsten, Hans (1994): Versicherungsproduktion – Vergleichende Analyse des Versicherungsschutzkonzeptes und des Informationskonzeptes der Versicherung, in: *Schwabler et al.* (Hrsg.), S. 63 – 87.

Crasselt, Nils/Gassen, Joachim (2005): Spieltheorie: Ein Lösungsansatz für betriebswirtschaftliche Probleme mit interdependenten Akteuren, in: *Horsch/Meinhövel/Paul* (Hrsg.), S. 119 – 135.

Daenert, Torsten et al. (2005): Erfolgreiches Ratingmanagement in Versicherungsunternehmen, in: *Achleitner/Everling* (Hrsg.), S. 245 – 259.

Darby, Michael R./Karni, Edi (1973): Free Competition and the Optimal Amount of Fraud, in: *Journal of Law and Economics*, 16. Jg., S. 67 – 88.

Demsetz, Harold (1969): Information and Efficiency: Another Viewpoint, in: *Journal of Law and Economics*, 12. Jg., S. 1 – 22.

Deutsche Bundesbank (2004a): Neue Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute (Basel II), in: *Monatsberichte*, 56. Jg., Nr. 9, S. 75 – 100.

Deutsche Bundesbank (2004b): Der Versicherungssektor als Finanzintermediär, in: *Monatsberichte*, 56. Jg., Nr. 12, S. 31 – 42.

Deutsche Bundesbank (2005): Finanzstabilitätsbericht, Frankfurt/M.

Deutscher Bundestag (2001): Entwurf eines Gesetzes über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht, BT-Drucksache 14/7033, 05.10.2001, Berlin.

Deutscher Bundestag (2003a): Regulierung von Rating-Agenturen, Kleine Anfrage der Abgeordneten ..., BT-Drucksache 15/1759, 14.10.2003, Berlin.

Deutscher Bundestag (2004): Rating-Agenturen: Integrität, Unabhängigkeit und Transparenz durch einen Verhaltenskodex verbessern, Antrag der Fraktionen ..., BT-Drucksache 15/2815, 30.03.2004, Berlin.

Diamond, Douglas W. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: *Review of Economic Studies*, 51. Jg., S. 393 – 414.

- Diamond, Douglas W.* (1989): Reputation Acquisition in Debt Markets, in: *Journal of Political Economy*, 97. Jg., S. 828 – 862.
- Downs, Anthony* (1968): *Ökonomische Theorie der Demokratie*, Tübingen.
- Drost, Frank M.* (2005): Allfinanzaufsicht prangert Managerfehler an, in: *Handelsblatt*, Nr. 146, 1.8.2005, S. 19.
- Egan, Sean J.* (2003): Prepared Testimony – Before the House Financial Services Committee, Capital Markets Subcommittee, in: *Rating the Rating Agencies*, S. 75 – 86.
- Egbers, Bernd* (2002): Die Solvabilitätsvorschriften im Banken- und Versicherungsaufsichtsrecht, Frankfurt/M. (zugl. Münster, Univ., Diss. iur. 2001).
- Eichhorn, Wolfgang/Hellwig, Martin* (1988): Versicherungsmärkte: Theorie – A. Versicherungsmärkte mit vollständiger Information, in: *Farny et al.* (Hrsg.), S. 1055 – 1064.
- Eickstädt, Jan* (2001): Alternative Risikofinanzierungsinstrumente und ihr Beitrag zur Lösung aktueller Probleme der Industrieversicherung, München (zugl. Karlsruhe, Univ., Diss. 2001).
- Eisen, Roland/Müller, Wolfgang/Zweifel, Peter* (1990): *Unternehmerische Versicherungswirtschaft*, Wiesbaden.
- Ekelund, Robert B. jr./Mixon, Franklin G. jr./Ressler, Rand W.* (1995): Advertising and information: an empirical study of search, experience and credence goods, in: *Journal of Economic Studies*, 22. Jg., Nr. 2, S. 33 – 43.
- Ellis, David M.* (1997): Different Sides of the Same Story: Investors' and Issuers' Views of Rating Agencies, Working Paper, Babson College.
- Engelen, Klaus C.* (2004): Das Empire Strikes Back, in: *The International Economy*, 18. Jg., Nr. 1, S. 64 – 71.
- Engelhardt, Werner H.* (1989): Dienstleistungsorientiertes Marketing – Antwort auf die Herausforderung durch neue Technologien, in: *Adam, Dietrich/Backhaus, Klaus/Meffert, Heribert/Wagner, Helmut* (Hrsg.): *Integration und Flexibilität – Eine Herausforderung für die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, Wiesbaden, S. 269 – 288.
- Engelhardt, Werner H./Kleinaltenkamp, Michael/Reckenfelderbäumer, Martin* (1993): Leistungsbündel als Absatzobjekte – Ein Ansatz zur Überwindung der Dichotomie von Sach- und Dienstleistungen, in: *zfbf – Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 45. Jg., S. 395 – 426.
- Estrella, Arturo et al.* (2000): Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information, Basel Committee on Banking Supervision Working Paper No. 3, by a working group led by Arturo Estrella and participation from John Ammer, ..., Basel.

Eucken, Walter (1949): Die Wettbewerbsordnung und ihre Verwirklichung, in: *ORDO*, 2. Jg., S. 1 – 99.

Europäisches Parlament (2004a): Entschließung des Europäischen Parlaments zur Rolle und zu den Methoden von Rating-Agenturen (2003/2081 (INI)), Protokoll vom 10/02/2004, vorläufige Ausgabe, http://www.europarl.eu.int/pv2/pv2?PRG=DOCPV&APP=PV2&LANGUE=DE&SDOCTA=25&TXTLST=1&POS=1&Type_Doc=RESOL&TPV=PROV&DATE=100204&PrgPrev=TYPEF@A5|PRG@QUERY|APP@PV2|FILE@BIBLIO04|NUMERO@40|YEAR@04|PLAGE@1&TYPEF=A5&NUMB=1&DATEF=040210.

Europäisches Parlament (2004b): Entschließung des Europäischen Parlaments zur Rolle und zu den Methoden von Rating-Agenturen (2003/2081 (INI)), <http://www.europarl.eu.int/omk/sipade3?PUBREF=-//EP//NONSGML+TA+P5-TA-2004-0080+0+DOC+PDF+V0//DE&L=DE&LEVEL=4&NAV=S&LSTDOC=Y>.

European Commission – DG Internal Market (2003): Design of a future prudential supervisory system in the EU – Recommendations by the Commission Services – Note prepared by the Commission Services, Dok. MARKT/2509/03-EN Orig.

European Commission – DG Internal Market (2004): Solvency II – Organisation of work, discussion on pillar I work areas and suggestions of further work on pillar II for CEIOPS – Issues paper for the meeting of the IC Solvency Subcommittee on 12 March 2004 – Note to the IC Solvency Subcommittee, Dok. MARKT/2543/03-EN Orig.

Everling, Oliver (1991): Credit Rating durch internationale Agenturen – Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Rating, Wiesbaden (zugl. Köln, Univ., Diss. 1991).

Everling, Oliver (2004): Rating von Versicherungsprodukten, in: *Hirschmann/Romeike* (Hrsg.), S. 180 – 194.

Everling, Oliver/Heinke, Volker G. (2001): Rating, externes, in: *Gerke/Steiner* (Hrsg.), Sp. 1755 – 1767.

EZB – Europäische Zentralbank: Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung: Wesentliche Merkmale und Auswirkungen, in: Monatsberichte der Europäischen Zentralbank, o. Jg., Nr. 1, S. 53 – 64.

Fahr, Ulrich/Kaulbach, Detlef/Bähr, Gunne W. (2003): VAG – Versicherungsaufsichtsgesetz – mit BAG und FinDAG, Kommentar, 3. Aufl., München.

Farny, Dieter (1961): Die Versicherungsmärkte – Eine Studie über die Versicherungsmarkttheorie, Berlin.

Farny, Dieter (1992): Das System der Umwelten, die zukünftigen Veränderungen und die Beziehungen zu den Versicherungen, in: *ZVersWiss – Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 81. Bd., S. 19 – 43.

Farny, Dieter (1997): Die Entwicklung von Rating-Systemen für den nationalen deutschen Versicherungsmarkt, in: *Bierbaum, Detlef/Feinen, Klaus* (Hrsg.): Bank- und Finanzwirtschaft – Strategien im Wandel, Festschrift für Hans E. Büschgen zum 65. Geburtstag, Wiesbaden, S. 145 – 161.

Farny, Dieter (2000): Versicherungsbetriebslehre, 3. Aufl., Karlsruhe.

Farny, Dieter (2001): Rating und Ranking in der Versicherungswirtschaft, in: *DVS Deutscher Versicherungs-Schutzverband e.V.* (Hrsg.): Zukunft der Wirtschaft – Versicherung der Zukunft: 1901 – 2001, Festschrift zum 100jährigen Bestehen des DVS, Bonn (ca.) 2001, S. 103 – 113.

Farny, Dieter/Helten, Elmar/Koch, Peter/Schmidt, Reimer (Hrsg., 1988): HdV – Handwörterbuch der Versicherung, Karlsruhe.

Finsinger, Jörg/Diboky, Franz/Ubl, Eva (2005): Finsinger-Kennzahl – prospektives Rating von Lebensversicherungsunternehmen, in: *Achleitner/Everling* (Hrsg.), S. 101 – 114.

Fisch, Jacob (2004): Rating the Raters – Reflections on Proposals for Regulatory Reform of the Credit Rating Agencies, *U.C. Davis Business Law Journal*, 5. Jg., 3 (2004), <http://blj.ucdavis.edu/article.asp?id=549&print=true>.

FitchRatings (2005): Quantitative Insurer Financial Strength Ratings Methodology: Letter from Fitch to the GDV, London.

Fitzpatrick, Michael G. (2005): A Bill – To improve ratings quality by fostering competition, transparency, and accountability in the credit rating agency (“Credit Rating Agency Duopoly Relief Act”), H. R. 2990, U.S. House of Representatives, One Hundred Ninth Congress, First Session, June 20, 2005, Washington, D.C., http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=109_cong_bills&docid=f:h2990ih.txt.pdf.

Fließ, Sabine (2000): Industrielles Kaufverhalten, in: *Kleinaltenkamp, Michael/Plinke, Wulff* (Hrsg.): Technischer Vertrieb – Grundlagen des Business-to-Business Marketing, Heidelberg et al., S. 251 – 369.

Fließ, Sabine (2004): Qualitätsmanagement bei Vertrauensgütern, in: *Marketing ZFP*, 26. Jg., Spezialausgabe „Dienstleistungsmarketing“, S. 33 – 48.

Franke, Günther/Hax, Herbert (2004): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Aufl., Berlin et al.

Freeman, Robert E. (1984): Strategic management: a stakeholder approach, Boston et al.

Freiling, Jörg/Reckenfelderbäumer, Martin (2004): Markt und Unternehmung, Wiesbaden.

Fritsch, Michael/Wein, Thomas/Ewers, Hans-Jürgen (2005): Marktversagen und Wirtschaftspolitik: mikroökonomische Grundlagen staatlichen Handelns, 6. Aufl., München.

Fritz, Wolfgang/Hilger, Harald/Silberer, Günter/Raffée, Hans (1981): The Impact of Non-Commercial Product Test Information on Commerce and Industry – Outline of the Study and Preliminary Findings, in: *Advances in Consumer Research*, 8. Jg., S. 381 – 385.

Fromme, Herbert (2003): Rating-Agenturen zweifeln Kenntnisse der Versicherer an, in: *Financial Times Deutschland*, Nr. 225, 20.11.2003, S. 21.

Fromme, Herbert (2005): Assekuranz wehrt sich heftig gegen Fitch-Publikation, in: *Financial Times Deutschland*, Nr. 6, 10.1.2005, S. 19.

Füser, Karsten/Freiling, Andreas/Hein, Bernhard (2005): Keine Angst vor Solvency II, in: *Versicherungswirtschaft*, 60. Jg., S. 107 – 111.

Galil, Koresh (2003): Wie gut sind Kredit-Ratings?, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 249, 30.12.2003, S. 18.

GDV – Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2005): Vorläufige Stellungnahme zu dem „Exposure Draft of Quantitative Insurer Financial Strength Ratings Methodology: European Insurers“ von Fitch Ratings, Berlin.

Gerathewohl, Klaus et al. (1976): Rückversicherung – Grundlagen und Praxis, 2 Bde., Band I, Karlsruhe.

Gerke, Wolfgang/Pellens, Bernhard (2003): Pensionsrückstellungen, Pensionsfonds und das Rating von Unternehmen – eine kritische Analyse, Forschungsgutachten im Auftrag von ThyssenKrupp AG, Deutsche Post AG, Linde AG unter Mitarbeit von *Dr. Nils Crasselt, Dr. Rolf Uwe Fülbier, Dr. Ferdinand Mager, CFA, Dipl.-Kfm. Alexander Röhrs, Thorsten Sellhorn, MBA*, Nürnberg/Bochum.

Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg., 2001): *HWF – Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart.

Goh, Jeremy C./Ederington, Louis H. (1993): Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or no News for Stockholders?, in: *Journal of Finance*, 48. Jg., S. 2001 – 2008.

Gonzalez, Fernando et al. (2004): Market Dynamics Associated with Credit Ratings – A Literature Review, ECB Occasional Paper Series, No. 16, June 2004, Frankfurt/M.

Greve, Volker (2001): Aufsicht über Kapitalanlagen, in: *Müller et al.* (Hrsg.), Bd. I, S. 283 – 292.

Gümbel, Rudolf (1985): *Handel, Markt und Ökonomik*, Wiesbaden.

Gurley, John G./Shaw, Edward S. (1955): Financial Aspects of Economic Development, in: *American Economic Review*, 45. Jg., S. 515 – 538.

- Gurley, John G./Shaw, Edward S.* (1956): Financial Intermediaries and the Savings-Investment Process, in: *Journal of Finance*, 16. Jg., S. 257 – 276.
- Gurley, John G./Shaw, Edward S.* (1960): *Money in the theory of finance*, Washington, D.C.
- Güttler, André/Paveleanu, Augustin/Behr, Patrick* (2005): Further Evidence on the Downward Bias of Unsolicited Ratings, Working Paper, Universität Frankfurt/M.
- Hänchen, Thomas/von Ungern-Sternberg, Thomas* (1985): Information Costs, Intermediation, and Equilibrium Price, in: *Economica*, 52. Jg., S. 407 – 419.
- Hand, John R. M./Holthausen, Robert W./Leftwich, Richard W.* (1992): The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices, in: *Journal of Finance*, 47. Jg., S. 733 – 752.
- Harries, Brenton W.* (1968): Standard & Poor's Corporation New Policy on Rating Municipal Bonds, in: *Financial Analysts Journal*, 9. Jg., Nr. 3, S. 68 – 71.
- Hartmann-Wendels, Thomas/Pfingsten, Andreas/Weber, Martin* (1998): *Bankbetriebslehre*, Berlin et al., 2. Aufl. ebda. 2000, 3. Aufl. ebda. 2004.
- Hartung, Thomas* (2005): Der Einsatz interner Modelle vor dem Hintergrund des versicherungstechnischen Risikos, in: *Albrecht/Hartung* (Hrsg.), S. 177 – 199.
- Hartung, Thomas/Helten, Elmar* (2004): Modernisierung versicherungswirtschaftlicher Eigenkapitalnormen durch Solvency II, in: *Finanz Betrieb*, 6. Jg., S. 293 – 303.
- Hayek, Friedrich August von* (1937): Economics and Knowledge, in: *Economica*, 4. Jg., S. 33 – 54.
- Hayek, Friedrich August von* (1974/1989): The Pretence of Knowledge – Nobel Memorial Lecture, December 11, 1974, in: *American Economic Review*, 79. Jg., S. 3 – 7.
- Heinke, Volker G.* (1998): Bonitätsrisiko und Credit Rating festverzinslicher Wertpapiere, Bad Soden/Ts. (zugl. Münster/W., Univ., Diss. 1998).
- Heinke, Volker G./Steiner, Manfred* (2000): Rating am europäischen Kapitalmarkt, in: *Finanz Betrieb*, 2. Jg., S. 1 – 8 (Teil I), S. 138 – 150 (Teil II).
- Hellwig, Martin* (1988): Versicherungsmärkte: Theorie – B. Versicherungsmärkte mit unvollständiger Information, in: *Farny et al.* (Hrsg.), S. 1065 – 1075.
- Hennes, Markus* (2003): Thyssen-Krupp will sich wehren – Auch der Post und Linde droht eine Herabstufung, in: *Handelsblatt*, Nr. 46, 6.3.2003, S. 2.
- Heß, Andrea* (1998): *Financial reinsurance*, Veröffentlichungen der Hamburger Gesellschaft zur Förderung des Versicherungswesens mbH, Nr. 20, Karlsruhe.
- Hester, Donald D.* (1969): Financial Disintermediation and Policy, in: *Journal of Money, Credit & Banking*, 1. Jg., S. 600 – 617.

Hill, Claire A. (2004): Regulating the Rating Agencies, in: Washington University Law Quarterly, 82. Jg., S. 42 – 94.

Hinrichs, Torsten (2004): Geschäftsmodell, Ratingkriterien und Regulierung – Standard & Poor's, Vortrag im Wirtschaftswissenschaftlichen Forum des IUU an der Ruhr-Universität Bochum, 13.07.2004, <http://www.iuu.ruhr-uni-bochum.de>.

Hirschmann, Stefan (2004): Rating-Agenturen im Blickfeld der Behörden, in: RA-TINGaktuell, o. Jg., Nr. 4, S. 12 – 16.

Hirschmann, Stefan/Romeike, Frank (Hrsg., 2004): Rating von Versicherungsunternehmen, Köln.

Hirshleifer, Jack (1973): Where Are We in the Theory of Information?, in: American Economic Review, Papers & Proceedings, 63. Jg., S. 31 – 39.

Hoffmann, Peter (1991): Bonitätsbeurteilung durch Credit Rating : Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten eines Instruments zur Optimierung von Investitions- und Finanzierungsprozessen, Berlin.

Holthausen, Robert W./Leftwich, Richard W. (1986): The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices, in: Journal of Financial Economics, 17. Jg., S. 57 – 89.

Horsch, Andreas (1998): Versichertenschutzfonds in der deutschen Assekuranz – Möglichkeiten und Grenzen ihres Einsatzes in der Kfz-Haftpflicht- und Lebensversicherung, Wiesbaden (zugl. Bochum, Univ., Diss. 1998).

Horsch, Andreas (2004): Ökonomische Analyse der Regulierung von Sicherungseinrichtungen, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 93. Bd., S. 373 – 404.

Horsch, Andreas (2005a): Informationsasymmetrien, Intermediation und Rating auf Versicherungsmärkten, in: Achleitner/Everling (Hrsg.), S. 53 – 73.

Horsch, Andreas (2005b): Agency und Versicherungsintermediation, in: Horsch/Meinhövel/Paul (Hrsg.), S. 81 – 99.

Horsch, Andreas/Bonn, Joachim (2005): Wertorientiertes Finanzmanagement, in: Bankakademie (Hrsg.): Kompendium Management in Banking & Finance, 4. Aufl., Frankfurt/M., S. 229 – 320.

Horsch, Andreas/Bonn, Joachim/Agatz, Stefan/van de Weyer, Markus: (1993): Rating von Versicherungsunternehmen, Bochum (Anm.: 2. Aufl., ebda. 1994, Ergänzungsband ebda. 1994, unveröffentlicht).

Horsch, Andreas/Meinhövel, Harald/Paul, Stephan (Hrsg., 2005): Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre, München.

Horsch, Andreas/Paul, Stephan (1998): Risikoklassen in der Finanzaufsicht?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 51. Jg., S. 328 – 336.

- Horsch, Andreas/Schölisch, Dietmar/Sturm, Stefan* (2003): Versicherungs-Fall: Kapitalanlagen von Lebensversicherungsunternehmen, in: *Finanz Betrieb*, 5. Jg., 2003, S. 643 – 648.
- House Committee on Financial Services* (2005): Fitzpatrick Introduces New Legislation to Promote Competition in Credit Rating Industry, News Release, June 22, 2005, <http://financialservices.house.gov/new.asp?FormMode=release&id=689>.
- Hsueh, L. Paul/Kidwell, David S.* (1988): Bond Ratings. Are Two Better Than One?, in: *Financial Management*, 17. Jg., Spring, S. 46 – 53.
- Hunt, Isaac C. jr.* (2002): Concerning the Role of Credit Rating Agencies in the U.S. Securities Market, Testimony before the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, March 20, 2002, in: *Rating the Raters*, S. 40 – 43, S. 131 – 137.
- IOSCO – International Organization of Securities Commissions* (2003): Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2003, www.iosco.org/library/pubdocs/IOSCOPD151.pdf.
- IOSCO – International Organization of Securities Commissions* (2004a): Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, December 2004, www.iosco.org/library/pubdocs/IOSCOPD180.pdf.
- IOSCO – International Organization of Securities Commissions* (2004b): IOSCO Releases Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Press Release, 23 December 2004, www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS79.pdf.
- Jansen, Harald* (2005a): Neoklassische Theorie und Betriebswirtschaftslehre, in: *Horsch/Meinhövel/Paul* (Hrsg.), S. 49 – 64.
- Jansen, Harald* (2005b): Verfügungsrechte und Transaktionskosten, in: *Horsch/Meinhövel/Paul* (Hrsg.), S. 101 – 117.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H.* (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3. Jg., S. 305 – 360.
- Junke, Arno* (2004): Reinsurance Recoverables – zum Ausfallrisiko von Rückversicherungsforderungen, in: *Versicherungswirtschaft*, 59. Jg., S. 1302 – 1306.
- Kaas, Klaus P.* (1990): Marketing als Bewältigung von Informations- und Unsicherheitsproblemen im Markt, in: *DBW – Die Betriebswirtschaft*, 50. Jg., S. 539 – 548.
- Kaas, Klaus P./Busch, Anina* (1996): Inspektions-, Erfahrungs- und Vertrauenseigenschaften von Produkten – Theoretische Konzeption und empirische Validierung, in: *Marketing ZFP*, 18. Jg., S. 243 – 252.
- Kalbaum, Günter/Mees, Jürgen* (1988): Kapitalanlagen, in: *Farny et al.* (Hrsg.), S. 331 – 343.

Karacadag, Cem/Taylor, Michael W. (2000): The New Capital Adequacy Framework: Institutional Constraints and Incentive Structures, IMF Working Paper 00/93.

Katiforis, Giorgos (2004): Report on Role and methods of rating agencies, European Parliament, Session Document Nr. A5-0040/2004 FINAL.

Kirk, John (1967): Seeks Moderate Regulations, in: *Banking*, 59. Jg., Nr. 10, S. 96.

Kirzner, Israel M. (1978): Wettbewerb und Unternehmertum, Tübingen.

Kirzner, Israel M. (1988): Unternehmer und Marktdynamik, München/Wien.

Klein, Alec (2005): Legislators Plan Bill to Regulate Credit Raters, *Washington Post* v. 13.04.2005, S. E02 (www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A48258-2005Apr12.html).

Kleinaltenkamp, Michael/Haase, Michaela (1999): Externe Faktoren in der Theorie der Unternehmung, in: *Albach, Horst/Eymann, Egbert/Luhmer, Alfred/Steven, Marion* (Hrsg.): Die Theorie der Unternehmung in Forschung und Praxis, Berlin et al., S. 167 – 194.

Koch, Peter (1988): Rückversicherung, in: *Farny et al.* (Hrsg.), S. 689 – 701.

Kohn, Meir (2004): *Financial Institutions and Markets*, 2. Aufl., New York/Oxford.

KPMG/European Commission (2002): Study into the methodologies to assess the overall financial position of an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision, May 2002, Brüssel.

Laband, David N. (1986): Advertising as Information: An Empirical Note, in: *Review of Economics and Statistics*, 68. Jg., S. 517 – 521.

Laband, David N. (1989): The Durability of Informational Signals and the Content of Advertising, in: *Journal of Advertising*, 18. Jg., Nr. 1, S. 13 – 18.

Lanfermann, Bettina (1998): Transparenz durch Ratings? – Unternehmens- und Produktratings deutscher Nicht-Lebensversicherer, Karlsruhe.

Laster, David/Swiss Re (2003): Ratings für Versicherungsunternehmen, in: *Swiss Re* (Hrsg.): *sigma*, Nr. 4.

Laux, Helmut (1999): Unternehmensrechnung, Anreiz und Kontrolle, 2. Aufl., Berlin et al.

Lebert, Rolf (2002): Euroratings stellt Betrieb ein, in: *Financial Times Deutschland*, 10.6.2002, S. 18.

Lees, Dennis S./Rice, Robert G. (1965): Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care: Comment, in: *American Economic Review*, 55. Jg., S. 140 – 154.

Leland, Hayne E./Pyle, David H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in: *Journal of Finance*, 32. Jg., S. 371 – 387.

- Leonard, Paul A.* (1983): Agency versus Market Rating in The Corporate Bond Market, in: *American Business Review*, 1. Jg., Nr. 1, S. 22 – 29.
- Levich, Richard M./Majnoni, Giovanni/Reinhart, Carmen* (Hrsg., 2002): *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston/Dordrecht/London.
- Macey, Jonathan R.* (2002): Nationally Recognised Statistical Rating Organizations and Investor Protection, Testimony before the United States Committee on Governmental Affairs, March 20, 2002, in: *Rating the Raters*, S. 43 – 45, S. 138 – 147.
- Maddaloni, Angela/Pain, Darren* (2004): Corporate „Excesses“ and Financial Market Dynamics, ECB Occasional Paper Series, Nr. 17, July 2004, Frankfurt/M.
- Meinhövel, Harald* (1999): *Defizite der Principal-Agent-Theorie*, Lohmar/Köln (zugl. Bochum, Univ., Diss. 1998).
- Meinhövel, Harald* (2005): Grundlagen der Principal-Agent-Theorie, in: *Horsch/Meinhövel/Paul* (Hrsg.), S. 65 – 80.
- Mester, Loretta J.* (1992): Traditional and nontraditional banking: An information-theoretic approach, in: *Journal of Banking & Finance*, 16. Jg., S. 545 – 566.
- Metzler, Marco* (2004): Kriterien für das Rating deutscher Lebensversicherer, in: *Hirschmann/Romeike* (Hrsg.), S. 81 – 115.
- Michaelsen, Lars* (2001): *Informationsintermediation für Privatanleger am Aktienmarkt unter besonderer Berücksichtigung des Neuen Marktes*, Lohmar/Köln (zugl. Köln, Univ., Diss. 2001).
- Micu, Marian/Remolona, Eli M./Wooldridge, Philip D.* (2004): The price impact of rating announcements: evidence from the credit default swap market, in: *BIS Quarterly Review*, June, S. 55 – 65.
- Mishkin, Frederic S.* (2006): *The economics of money, banking, and financial markets*, 7. Aufl., Boston et al.
- Mishkin, Frederic S./Eakins, Stanley G.* (2006): *Financial Markets and Institutions*, 5. Aufl., Boston et al.
- Mitchell, Ronald K./Agle, Bradley R./Wood, Donna J.* (1997): Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts, in: *Academy of Management Review*, 22. Jg., S. 853 – 886.
- Monro-Davies, Robin* (1996): Die Bonitätsbewertung von Banken, in: *Büschgen/Everling* (Hrsg.), S. 175 – 218.
- Moody's Corporation* (2005a): *Annual Report 2004*, New York, www.moody.com.
- Moody's Corporation* (2005b): *Moody's Corporation – September 2005 Management Presentation*, http://library.corporate-ir.net/library/12/123/123831/items/153733/mco_0905.pdf (www.moody.com – shareholder relations – presentations).

Morris, Jennifer (2002): Investors turn cool on the rating game, in: *Euromoney*, o. Jg., Nr. 1, S. 38 – 41.

Müller, Günter (2004): Telematik – Geschäftsmodelle des Digitalen Wirtschaftens – Intermediäre, Vorlesungsbeilage WS 2004/05, Universität Freiburg (www.telematik.uni-freiburg.de).

Müller, Günter/Eymann, Torsten/Kreutzer, Michael (2003): Telematik- und Kommunikationssysteme in der vernetzten Wirtschaft, München/Wien.

Müller, Helmut (1995): Versicherungsbinnenmarkt – Die europäische Integration im Versicherungswesen, München (zugl. Münster, Univ., Diss. 1995).

Müller, Helmut (1999): Versicherungsaufsicht an der Schwelle zum Jahr 2000, in: *ZVersWiss – Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 88. Bd., S. 297 – 319.

Müller, Helmut (2003): Finanzaufsicht im Versicherungswesen, Karlsruhe.

Müller, Helmut (2004): Vom Sinn der Solvabilitätsvorschriften, in: *Zeitschrift für Versicherungswesen*, 55. Jg., S. 723 – 728, S. 764 – 767.

Müller, Helmut/Golz, Joachim-Friedrich/Washausen-Richter, Elke/Trommeshauser, Michael (Hrsg., 2001): 100 Jahre materielle Versicherungsaufsicht in Deutschland, 2 Bde., Bonn.

Müller, Wolfgang (1981): Das Produkt der Versicherung, in: *Jung, Michael/Lucius, Ralph R./Seifert, Werner G.* (Hrsg.): Festgabe für Wilhelm Seuß – Geld und Versicherung, Karlsruhe, S. 155 – 171.

Müller, Wolfgang (1994): Informationsökonomische Grundlagen und empirische Überprüfung eines Beschreibungsmodells für Versicherungsprodukte, in: *Schwebler et al.* (Hrsg.), S. 363 – 379.

Müller-Gruppe – Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten der Europäischen Union (1997): Solvabilität der Versicherungsunternehmen, o.O.

Nadler, Paul S. (1968): Taxes, Tight Money, and Inflation / “Disintermediation” Defined (*Einschub*), in: *Banking*, 60. Jg., Nr. 8, S. 37f. & 119.

Nazareth, Annette (2005): Concerning Credit Rating Agencies, Testimony before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises – Committee on Financial Services, in: *Reforming Credit Rating Agencies*, S. 4 – 7, S. 8 – 21 passim, S. 31 – 38.

Nelson, Phillip (1970): Information and Consumer Behavior, in: *Journal of Political Economy*, 78. Jg., S. 311 – 329.

Nelson, Phillip (1974): Advertising as Information, in: *Journal of Political Economy*, 82. Jg., S. 729 – 754.

- Neuhaus, Gloria D.* (1994): Konsolidierte Fassung des VAG, des VVG, des EGVVG und des PflVG auf der Grundlage des Dritten Durchführungsgesetzes/EWG zum VAG und des Versicherungsbilanzrichtlinie-Gesetzes – Eine Einführung, Karlsruhe.
- Neus, Werner* (2005): Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht, 4. Aufl., Tübingen.
- Nickel, Andreas* (2005): Vergleich von Ratingansätzen für Lebensversicherungen aus Sicht der Versicherungsnehmer, in: *Achleitner/Everling* (Hrsg.), S. 293 – 315.
- Niskanen, William A.* (1968): The Peculiar Economics of Bureaucracy, in: *American Economic Review*, 58. Jg., S. 293 – 305.
- North, Douglass C.* (1990): *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge et al.
- o.V.* (BöZ, 2003a): Swiss Re teilt Rating-Kritik, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 167, 30.8.2003, S. 17.
- o.V.* (BöZ, 2003b): Arag: Analyse von Fitch „albern“, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 214, 6.11.2003, S. 17.
- o.V.* (BöZ, 2004): Swiss Re kontert die Ratingagenturen, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 228, 24.11.2004, S. 4.
- o.V.* (BöZ, 2005a): Versicherer grollen Fitch, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 7, 12.1.2005, S. 8.
- o.V.* (BöZ, 2005b): S&P und Moody's verdienen mit strukturierten Anleihen, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 240, 13.12.2005, S. 4.
- o.V.* (FAZ, 2004): Versicherer wehren sich gegen Fitch, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 298, 21.12.2004, S. 19.
- o.V.* (HB, 2003a): Thyssen-Krupp bietet S&P die Stirn, in: *Handelsblatt*, Nr. 38, 24.2.2003, S. 13.
- o.V.* (HB, 2003b): Streit mit Ratingagentur belastet Münchener Rück, in: *Handelsblatt*, Nr. 164, 27.8.2003, S. 19.
- o.V.* (HB, 2003c): Münchener Rück wehrt sich gegen Herabstufung durch Ratingagentur, in: *Handelsblatt*, Nr. 166, 29.8.2003, S. 1.
- o.V.* (HB, 2003d): Moody's stuft Anleihen von Scor herab, in: *Handelsblatt*, Nr. 242, 16.12.2003, S. 18.
- o.V.* (HB, 2004): Swiss Re will Rating bei Prämien berücksichtigen, in: *Handelsblatt*, Nr. 209, 27.10.2004, S. 24.
- Ott, Alfred E.* (1986): *Grundzüge der Preistheorie*, 3. Aufl., Göttingen.
- Oxley, Michael G.* (2005): Diskussionsbeiträge/Prepared Statement, in: *Reforming Credit Rating Agencies*, S. 7 – 21 passim, S. 24f.

Partnoy, Frank (1999): The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies, in: *Washington University Law Quarterly*, 77. Jg., S. 619 – 712.

Partnoy, Frank (2002): The Paradox of Credit Ratings, in: *Levich/Majnoni/Reinhart* (Hrsg.), S. 65 – 84.

Partnoy, Frank (2003): The Rating Agency Paradox, in: *Treasury & Risk Management*, 13. Jg., Nr. 1, S. 52.

Partnoy, Frank (2005): Comments – Re: Proposed Rule, Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization”, delivered June 9, 2005, www.sec.gov/rules/proposed/s70405/fpartnoy3770.pdf.

Paul, Stephan (1994): *Bankenintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?*, Wiesbaden 1994 (zugl. Bochum, Univ., Diss. 1994).

Paul, Stephan (1999): *Überlegungen zur Harmonisierung und Deregulierung der Aufsicht über die Finanzintermediäre Banken und Versicherung*, Habil., Bochum.

Paul, Stephan (2002): Die theoretische Fundierung von Bankfunktionen aus der Perspektive der Institutionenökonomie, in: *Paul/Reckenfelderbäumer/Süchting*, S. 39 – 65.

Paul, Stephan (2004a): Verbriefung – Mythos und Wirklichkeit, in: *Gerke, Wolfgang/Siegert, Theo* (Hrsg.): *Aktuelle Herausforderungen des Finanzmanagements*, 57. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag 2003, Stuttgart, S. 61 – 87.

Paul, Stephan (2004b): Basel II im Überblick, in: *Hofmann, Gerhard* (Hrsg.): *Basel II und MaK*, 2. Aufl., Frankfurt/M., S. 5 – 58.

Paul, Stephan (2005): Unternehmerfunktionen und Wettbewerbsfähigkeit: Die zentrale Rolle von Ressourcen, Kompetenzen und Innovationen, in: *Horsch/Meinhövel/Paul* (Hrsg.), S. 157 – 175.

Paul, Stephan/Horsch, Andreas (2005): Evolutorische Ökonomik und Lehre von den Unternehmerfunktionen, in: *Horsch/Meinhövel/Paul* (Hrsg.), S. 137 – 156.

Paul, Stephan/Reckenfelderbäumer, Martin/Süchting, Joachim (2002): *Theoriediskussion in der Bankbetriebslehre*, Frankfurt/M.

Pauly, Mark V. (1968): The Economics of Moral Hazard: Comment, in: *American Economic Review*, 58. Jg., S. 531 – 537.

Pauly, Mark V. (1974): Overinsurance and Public Provision of Insurance: The Roles of Moral Hazard and Adverse Selection, in: *Quarterly Journal of Economics*, 88. Jg., S. 44 – 62.

Peters, Andreas C. (2001): *Die Haftung und die Regulierung von Rating-Agenturen*, Baden-Baden (zugl. Hamburg, Univ., Diss. 2000).

- Picot, Arnold* (1991): Ein neuer Ansatz zur Gestaltung der Leistungstiefe, in: *zfbf – Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 43. Jg., S. 336 – 357.
- Pinches, George E./Singleton, J. Clay* (1978): The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes, in: *Journal of Finance*, 33. Jg., S. 29 – 44.
- Pogue, Thomas F./Soldofsky, Robert M.* (1969): What's in a Bond Rating, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4. Jg., S. 201 – 228.
- Pratt, John W./Zeckhauser, Richard J.* (1985): Principals and Agents: an Overview, in: *Dies.* (Hrsg.): *Principals and Agents – The Structure of Business*, Boston, S. 1 – 35.
- Prölss/Kollhosser/Bearbeiter* (2005): *Prölss – Versicherungsaufsichtsgesetz – mit Europäischem Gemeinschaftsrecht und Recht der Bundesländer*, Kommentar, begr. von *Prölss, Erich R.*, hrsg. von *Kollhosser, Helmut*, bearb. von *Kölschbach, Joachim, et al.*, 12. Aufl., München.
- Prölss/Schmidt/Bearbeiter* (1997): *Prölss – Versicherungsaufsichtsgesetz – mit Europäischem Gemeinschaftsrecht und Recht der Bundesländer*, Kommentar, begr. von *Prölss, Erich R.*, hrsg. von *Schmidt, Reimer*, bearb. von *Frey, Peter, et al.*, 11. Aufl., München.
- Randow, Philipp von* (1996): Rating und Regulierung, in: *Büschgen/Everling* (Hrsg.), S. 543 – 576.
- Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies* (2002): Hearing before the Committee on Governmental Affairs, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, Second Session, March 20/2002, Washington, D.C.
- Rating the Rating Agencies: The State of Transparency and Competition* (2003): Hearing before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, One Hundred Eighth Congress, First Session, April 2, 2003, Serial No. 108-18, Washington, D.C.
- Reckenfelderbäumer, Martin* (2001): *Zentrale Dienstleistungsbereiche und Wettbewerbsfähigkeit: Analyse auf der Basis der Lehre von den Unternehmerfunktionen*, Wiesbaden (zugl: Bochum, Univ., Habil. 2000).
- Reckenfelderbäumer, Martin* (2002): Die Lehre von den Unternehmerfunktionen als theoretische Grundlage der Integrativität und des Dienstleistungs-Management, in: *Mühlbacher, Hans/Thelen, Eva* (Hrsg.): *Neue Entwicklungen im Dienstleistungsmarketing*, Wiesbaden, S. 223 – 256.
- Reder, Dirk* (2004): Zur Geschichte der internationalen Rating-Agenturen, in: *Hirschmann/Romeike* (Hrsg.), S. 167 – 179.
- Reforming Credit Rating Agencies: The SEC's Need for Statutory Authority* (2005): Hearing before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government

Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, One Hundred Ninth Congress, First Session, April 12/2005, Serial No. 109-14, Washington, D.C.

Reifner, Udo (2005): Bedeutung des Ratings für die private Altersvorsorge, in: *Achleitner/Everling* (Hrsg.), S. 19 – 35.

Remmert, Ulrich (2005): Kritische Anmerkungen zum Produktrating Lebensversicherung, in: *Achleitner/Everling* (Hrsg.), S. 335 – 342.

Rhodes, Amy K. (1996): The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?, in: *Seton Hall Legislative Journal*, 20. Jg., S. 293 – 361.

Rief, Wolfgang (2004): Rating-Prozess und Bewertungskriterien bei Ratings von Lebens-, Unfall- und Sachversicherern, in: *Hirschmann/Romeike* (Hrsg.), S. 49 – 70.

Rief, Wolfgang (2005): Standard & Poor's Rückversicherungsrating, in: *Achleitner/Everling* (Hrsg.), S. 157 – 178.

Riehle, Robert C. (1968): Moody's Municipal Ratings, in: *Financial Analysts Journal*, 9. Jg., Nr. 3, S. 71 – 73.

Rogerson, William P. (1983): Reputation and product quality, in: *Bell Journal of Economics*, 14. Jg., S. 508 – 516.

Romeike, Frank (2004): Rating von Versicherungsunternehmen, in: *Hirschmann/Romeike* (Hrsg.), S. 9 – 48.

Rose, Frank (1999): *The Economics, Concept and Design of Information Intermediaries*, Heidelberg/New York.

Ross, Stephen A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 63. Jg., S. 134 – 139.

Rothschild, Michael/Stiglitz, Joseph E. (1976): Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, in: *Quarterly Journal of Economics*, 91. Jg., S. 629 – 649.

Rubinstein, Ariel/Wolinsky, Asher (1987): Middlemen, in: *Quarterly Journal of Economics*, 102. Jg., S. 581 – 593.

Sanio, Jochen (2003): Diskussionsbeiträge, in: *Deutscher Bundestag – Finanzausschuss: Öffentliche Anhörung am 4. Juni 2003, Wortprotokoll Nr. 20*, Berlin.

Saunders, Anthony/Walter, Ingo (1994): *Universal banking in the United States: what could we gain? What could we lose?*, New York.

Schade, Christian/Schott, Eberhard (1993): Kontraktgüter im Marketing, in: *Marketing ZFP*, 15. Jg., S. 15 – 25.

- Schanze, Erich* (1995): Hare and Hedgehog Revisited: The Regulation of Markets that Have Escaped Regulated Markets, in: JITE – Journal of Institutional and Theoretical Economics, 151. Jg., S. 162 – 176.
- Schlesinger, Harris/Schulenburg, J.-Matthias Graf von der* (1993): Consumer Information and Decisions to Switch Insurers, in: Journal of Risk and Insurance, 60. Jg., S. 591 – 615.
- Schmidt, Matthias* (1996): Zweck, Ziel und Ablauf des Ratings aus Emittentensicht, in: *Büschgen/Everling* (Hrsg.), S. 253 – 271.
- Schmidt, Michael* (1994): Marketing der Rückversicherung, Karlsruhe (zugl. Hannover, Univ., Diss. 1994).
- Schmitz, Gerhard* (1996): Qualitätsmanagement im Privatkundengeschäft von Banken – Konzeption und aufbauorganisatorische Verankerung, Wiesbaden (zugl. Bochum, Univ., Diss. 1995).
- Schneider, Dieter* (1981): Geschichte betriebswirtschaftlicher Theorie – Allgemeine Betriebswirtschaftslehre für das Hauptstudium, München/Wien.
- Schneider, Dieter* (1985): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2. Aufl., München/Wien [Anm.: 1. Aufl. unter dem Titel „Geschichte betriebswirtschaftlicher Theorie“, vgl. *Schneider* (1981)].
- Schneider, Dieter* (1986): „Angemessenes haftendes Eigenkapital“ für Euronotes-Fazilitäten?, in: Die Bank, o. Jg., S. 560 – 568.
- Schneider, Dieter* (1987): Mindestnormen zur Eigenkapitalausstattung als Beispiele unbegründeter Kapitalmarktregulierung?, in: *Ders.* (Hrsg.): Kapitalmarkt und Finanzierung, Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften in München 1986, Berlin, S. 85 – 108.
- Schneider, Dieter* (1995): Betriebswirtschaftslehre, Band 1: Grundlagen, 2. Aufl., München/Wien.
- Schneider, Dieter* (1997a): Betriebswirtschaftslehre, Band 2: Rechnungswesen, 2. Aufl., München/Wien.
- Schneider, Dieter* (1997b): Betriebswirtschaftslehre, Band 3: Theorie der Unternehmung, München/Wien.
- Schneider, Dieter* (2001): Betriebswirtschaftslehre, Band 4: Geschichte und Methoden der Wirtschaftswissenschaft, München/Wien.
- Schneider, Dieter* (2002a): Wettbewerbswidrige Regulierung durch Basel II, in: Betriebs-Berater, 57. Jg., Supplement Banken & Versicherungen, Beilage 3 zu Heft 14/2002, S. 2 – 11.

Schneider, Dieter (2002b): Vorläufer Evolutorischer Ökonomik in der Mikroökonomie und Betriebswirtschaftslehre, in: *Lehmann-Waffenschmidt, Marco* (Hrsg.): Studien zur Evolutorischen Ökonomik V, Berlin, S. 155 – 185.

Schulenburg, J.-Matthias Graf von der (1984): Zum Verhalten von Versicherungsnachfragern in der sozialen Marktwirtschaft, in: *ZVersWiss – Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 73. Bd., S. 295 – 320.

Schulenburg, J.-Matthias Graf von der (1988a): Versicherung und Wirtschaftsordnung, in: *Farny et al.* (Hrsg.), S. 1269 – 1274.

Schulenburg, J.-Matthias Graf von der (1988b): Innovation, Marktstruktur und Werbung, in: *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 33. Jg., S. 141 – 153.

Schulenburg, J.-Matthias Graf von der (1993): Marktprozeß und Marktstruktur bei unvollständiger Information, in: *ZWS – Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 113. Jg., S. 509 – 555.

Schulenburg, J.-Matthias Graf von der (2005): *Versicherungsökonomik*, Karlsruhe.

Schulenburg, J.-Matthias Graf von der/Finsinger, Jörg (1987): Nachfragerverhalten bei unvollständigen Preisinformationen, in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 203. Bd., S. 244 – 256.

Schulenburg, J.-Matthias Graf von der/Wähling, Susanne (1991): Die Lebensversicherer: ihre Informationsquellen, ihr Informationsstand und ihr Nachfragerverhalten, in: *ZVersWiss – Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft*, 80. Bd., S. 287 – 307.

Schulz, Jörg (2005): Welche Macht haben Ratingagenturen?, in: *Achleitner/Everling* (Hrsg.), S. 3 – 18.

Schwarcz, Steven L. (2002): Testimony Before the United States Senate Committee on Governmental Affairs, in: *Rating the Raters*, S. 46 – 48, S. 51 – 54 passim, S. 168 – 174.

Schwebler, Robert/Mitglieder des Vorstands des Deutschen Vereins für Versicherungswissenschaft (Hrsg., 1994): *Dieter Farny und die Versicherungswissenschaft*, Festschrift, Karlsruhe.

Shapiro, Carl (1982): Consumer information, product quality, and seller reputation, in: *Bell Journal of Economics*, 13. Jg., Nr. 1, S. 20 – 35.

Shapiro, Carl (1983): Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations, in: *Quarterly Journal of Economics*, 98. Jg., S. 659 – 679.

Sharma-Report – Conference of Insurance Supervisory Services of the Member States of the European Union (2002): *Prudential Supervision of Insurance Undertakings*.

- Shubik, Martin* (1975): Oligopoly Theory, Communication, and Information, in: *American Economic Review*, 65. Jg., S. 280 – 283.
- Skipper, Robert D. jr./Klein, Robert W.* (2000): Insurance in the Public Interest: The Path Towards Solvent, Competitive Markets, in: *Geneva Papers on Risk and Insurance*, 25. Jg., S. 482 – 504.
- Skogh, Göran* (1989): The Transactions Cost Theory of Insurance: Contracting Impediments and Cost, in: *Journal of Risk and Insurance*, 56. Jg., S. 726 – 732.
- Skogh, Göran* (2000): Mandatory Insurance: Transaction Costs Analysis of Insurance, in: *Bouckaert, Boudewijn/De Geest, Gerrit* (Hrsg.): *Encyclopedia of Law and Economics*, Cheltenham, 5 Bde., Bd. 2, S. 521 – 537.
- Smith, Roy C./Walter, Ingo* (2002): Rating Agencies: Is There an Agency Issue?, in: *Levich/Majnoni/Reinhart* (Hrsg.), S. 289 – 318.
- Sönnichsen, Christoph* (1992): Rating-Systeme am Beispiel der Versicherungswirtschaft, Berlin (zugl. Köln, Univ., Diss. 1991).
- Sönnichsen, Christoph* (1996): Ratingsysteme am Beispiel der Versicherungswirtschaft, in: *Büschgen/Everling* (Hrsg.), S. 423 – 453.
- Sönnichsen, Christoph* (2005): Interaktives Versicherungsrating am Beispiel Assekurata, in: *Achleitner/Everling* (Hrsg.), S. 77 – 99.
- Spence, Michael* (1973): Job Market Signaling, in: *Quarterly Journal of Economics*, 87. Jg., S. 355 – 374.
- Spence, Michael* (2002): Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets, in: *American Economic Review*, 92. Jg., S. 434 – 459.
- Spremann, Klaus* (1988): Reputation, Garantie, Information, in: *ZfB – Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 58. Jg., S. 613 – 629.
- Spremann, Klaus* (2003): *Portfolio-Management*, 2. Aufl., München/Wien.
- Standard & Poor's* (2003): *Standard & Poor's Frankfurt*, o.O., www.standardandpoors.com.
- Standard & Poor's* (2004): *Insurance Ratings Criteria – Property/Casualty Edition*, o.O., www.pccriteria.standardandpoors.com.
- Steevens, Carsten* (2004): Der Respekt ist groß, der Ärger manchmal auch – Ein Verhaltenskodex soll Ratingagenturen ..., in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 254, 31.12.2004, S. 35.
- Steffen, Thomas* (2004): *Versicherungsaufsicht im Umbruch*, Karlsruhe.
- Steiner, Manfred/Heinke, Volker G.* (1996): Rating aus Sicht der modernen Finanzierungstheorie, in: *Büschgen/Everling* (Hrsg.), S. 579 – 628.

Stewart, Jay (1994): The welfare implications of moral hazard and adverse selection in competitive insurance markets, in: *Economic Inquiry*, 32. Jg., S. 193 – 208.

Stiftung Warentest (Hrsg., 2004): 40 Jahre Stiftung Warentest, Berlin.

Stigler, George J. (1961): The Economics of Information, in: *Journal of Political Economy*, 69. Jg., S. 213 – 225.

Stiglitz, Joseph E. (1975): The Theory of “Screening”, Education, and the Distribution of Income, in: *American Economic Review*, 65. Jg., S. 283 – 300.

Strunz-Happe, Anne (2004): Externe Ratingagenturen – Marktregulierung durch Basel II – Vorgaben zur Anerkennung als ECAI und die aufsichtsrechtliche Behandlung von externen Ratings, in: *Wertpapier-Mitteilungen*, 58. Jg., S. 115 – 120.

Strunz-Happe, Anne (2005): Ein Ordnungsrahmen für Rating-Agenturen – Bericht über die internationalen und nationalen Bestrebungen, in: *BFuP – Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 57. Jg., S. 231 – 245.

Süchting, Joachim (1976): Risikoüberlegungen bei der Kreditfinanzierung von Unternehmen (I), in: *Bankinformation*, 3. Jg., Nr. 2, S. 20 – 27.

Süchting, Joachim (1988): Banken und Versicherungsunternehmen, in: *Farny et al.* (Hrsg.), S. 37 – 43.

Süchting, Joachim (1994): Zur Risikoposition von Banken und Versicherungen – auch ein Beitrag zur Diskussion ihrer Aufsichtssysteme, in: *Schwebler et al.* (Hrsg.), S. 537 – 553.

Süchting, Joachim (1995): *Finanzmanagement*, 6. Aufl., Wiesbaden.

Süchting, Joachim (2002): Ein Universalbankmodell als Ausdruck banktheoretischer Perspektive, in: *Paul/Reckenfelderbäumer/Süchting*, S. 1 – 19.

Süchting, Joachim/Paul, Stephan (1998): *Bankmanagement*, 4. Aufl., Stuttgart.

Sylla, Richard (2002): A Historical Primer on the Business of Credit Rating, in: *Levich/Majnoni/Reinhart* (Hrsg.), S. 19 – 40.

Tabakis, Evangelos/Vinci, Anna (2002): Analysing and Combining Multiple Credit Assessments of Financial Institutions, ECB Working Paper No. 123, Frankfurt/M.

Telser, Lester G. (1964): Advertising and Competition, in: *Journal of Political Economy*, 72. Jg., S. 537 – 562.

Thiele, Carl-Ludwig (2004): Rating-Agenturen: Integrität, Unabhängigkeit und Transparenz durch einen Verhaltenskodex verbessern, Rede im Bundestag am 1. April 2004, Manuskript, Berlin, www.carl-ludwig-thiele.de/downloads/redebundestagrating_agenturen_310304.pdf.

- U.S. SEC – U.S. Securities and Exchange Commission (1997):* Capital Requirements for Brokers or Dealers Under the Exchange Act of 1934, 17 CFR 240, Proposed Rule, in: Federal Register, 62. Jg., Nr. 249, S. 68018 – 68024.
- U.S. SEC – U.S. Securities and Exchange Commission (2003a):* Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets – As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002.
- U.S. SEC – U.S. Securities and Exchange Commission (2003b):* Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws, June 4, 2003, www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm.
- Ulbricht, Gottfried J. F. (2002):* Nutritional information and consumer behaviour – their relationship to nutritional balance. A study conducted in Berlin, in: Food Service Technology, 2. Jg., Nr. 1, S. 5 – 11.
- Vaughan, Emmett J./Vaughan, Therese M. (2003):* Fundamentals of risk and insurance, 9. Aufl., New York et al.
- Wein, Thomas (1997):* Versicherungsmarkt, asymmetrische Information und asymmetrische Regulierung, in: ZVersWiss – Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 86. Bd., S. 103 – 130.
- Welge, Martin K./Al-Laham, Andreas (2002):* Strategisches Management, in: *Busse von Colbe, Walther et al. (Hrsg.): Betriebswirtschaft für Führungskräfte*, 2. Aufl., Stuttgart, S. 415 – 440.
- White, Lawrence J. (2002):* The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis, in: *Levich/Majnoni/Reinhart (Hrsg.)*, S. 41 – 63.
- White, Lawrence J. (2003):* The SEC’s Other Problem, in: Regulation, 25. Jg., Nr. 4, S. 38 – 42.
- White, Lawrence J. (2005):* Comments – In response to the SEC’s request for comments on its proposed rule “Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization”, delivered June 8, 2005, www.sec.gov/rules/proposed/s70405/ljwhite6694.pdf.
- Williamson, Oliver E. (1975):* Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York.
- Williamson, Oliver E. (1985):* The Economic Institutions of Capitalism, New York.
- Winter, Gerrit (2005):* Zielsetzungen der Versicherungsaufsicht, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 94. Bd., S. 105 – 156.
- Zeithaml, Valarie A. (1991):* How Consumer Evaluation Processes Differ between Goods and Services, in: *Lovelock, Christopher H. (Hrsg.): Services Marketing*, 2. Aufl., Englewood Cliffs, S. 39 – 47.

Zimmermann, Christoph/Bach, Carsten/Raub, Jürgen (2004): Von der Pflicht zur Kür im Risikomanagement – Vorbereitung auf Solvency II, in: *Versicherungswirtschaft*, 59. Jg., S. 220 – 224 (I); 299 – 303 (II).

ZKA – Zentraler Kreditausschuss (2003): Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zur Tätigkeit von Rating-Agenturen und ihrer möglichen Regulierung, Berlin.

Zweifel, Peter/Eisen, Roland (2003): *Versicherungsökonomie*, 2. Aufl., Berlin et al.