



DIPLOMARBEIT

Ratings in der Versicherungswirtschaft

Unterschiede zwischen den Ratingagenturen

Thema

Ausgeführt am Institut für

Finanzwirtschaft

der Universität Wien

unter der Anleitung von

O. Prof. Dipl.-Math. Dr. Jörg Finsinger

durch

Abdullah Erbay

Name

Anschrift

9. Mai 2007

Datum

Unterschrift (Student)

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	1
Abbildungsverzeichnis.....	3
Tabellenverzeichnis.....	4
Abkürzungsverzeichnis.....	5
1. Einleitung.....	7
1.1. Problemstellung.....	7
1.2. Aufbau der Arbeit.....	8
2. Rating.....	10
2.1. Allgemeine Definition.....	10
2.2. Anforderungen an Ratings.....	13
2.2.1. Problemadäquanz.....	13
2.2.2. Nachvollziehbarkeit.....	14
2.2.3. Genauigkeit und Aktualität.....	14
2.2.4. Unabhängigkeit.....	14
2.3. Ratingarten.....	15
2.3.1. Externes und Internes Rating.....	15
2.3.2. Solicited und Unsolicited Rating.....	16
2.3.3. Debt-Rating und Equity-Rating.....	16
2.3.4. Finanzkraftrating.....	18
3. Ratings in der Versicherungswirtschaft.....	20
3.1. Ziele und Nutzen von Versicherungsratings.....	22
3.2. Versicherungsrating Interessenten.....	27
3.3. Der Ratingmarkt.....	30
3.3.1. Moody's Investors Service.....	33
3.3.2. Standard & Poor's.....	36
3.3.3. Fitch Ratings.....	37
3.3.4. A.M. Best.....	39

3.3.5. Überblick über die führenden Ratingagenturen.....	42
3.4. Ratingverfahren.....	43
3.4.1. Ansatz von Moody's.....	52
3.4.2. Ansatz von Standard & Poor's.....	55
3.4.3. Ansatz von Fitch.....	61
3.4.4. Ansatz von A.M. Best.....	64
4. Unterschiede bei Versicherungsratingergebnissen.....	68
4.1. Was ist ein Split Rating?.....	68
4.2. Ursachen für Split Ratings.....	69
4.2.1. Erkenntnisse über Split Ratings im Zusammenhang mit Anleihenratings...	69
4.2.2. Erkenntnisse über Split Ratings im Zusammenhang mit Finanzkraftratings für Versicherer.....	71
4.2.3. Übersicht über empirische Studien zur Erforschung der Ursachen von Split Ratings.....	79
5. Schlusswort.....	80
Literaturverzeichnis.....	81

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Debt-Rating	17
Abbildung 2:	Versicherungsrating	20
Abbildung 3:	Beseitigung von Informationsasymmetrien durch Rating	23
Abbildung 4:	Umfrage zu Versicherungsratings	25
Abbildung 5:	Versicherungsrating-Interessenten	27
Abbildung 6:	Marktanteil der Ratinggesellschaften	31
Abbildung 7:	Marktanteil Versicherungsrating weltweit	32
Abbildung 8:	Umsatz nach Regionen der Moody's Corporation	34
Abbildung 9:	Wachstumsdynamik von Moody's am europäischen Ratingmarkt	35
Abbildung 10:	Umsatz nach Regionen von Fitch Ratings	39
Abbildung 11:	Ratingablauf	44
Abbildung 12:	Bewertungskriterien im Rahmen eines Ratingverfahrens	46
Abbildung 13:	Ratingfaktoren	48
Abbildung 14:	Schematische Darstellung des Ratingprozesses	51
Abbildung 15:	Ratingablauf bei Moody's	52
Abbildung 16:	Beispielhafte Zusammensetzung eines Rating-Komitees	53
Abbildung 17:	Ratingablauf bei Standard & Poor's	55
Abbildung 18:	Ratingfaktoren von Standard & Poor's im Überblick	56
Abbildung 19:	Die fünf Analysebereiche von Fitch	62
Abbildung 20:	Ratingansatz von A.M. Best	64
Abbildung 21:	Versicherungsunternehmen mit mehr als nur einem Rating	73
Abbildung 22:	Ratingunterschiede	76

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Ratingskalen der führenden Ratingagenturen und von Prof. Finsinger	12
Tabelle 2:	Ratingskalen für Finanzkraftratings	19
Tabelle 3:	Führende Ratingagenturen im Überblick	42
Tabelle 4:	Die wichtigsten Kennzahlen (Top Ratios) bei der quantitativen Analyse von Moody's	54
Tabelle 5:	Qualitative Faktoren bei Moody's	55
Tabelle 6:	Kennzahlen von Standard & Poor's	58
Tabelle 7:	Zusammenhang von CAR und Rating	59
Tabelle 8:	Bestandteile des BCAR	65
Tabelle 9:	Zusammenhang von BCAR und Rating	66
Tabelle 10:	Wesentliche Profitabilitätstest bei A.M. Best	66
Tabelle 11:	Daten zur Studie von Pottier/Sommer	72
Tabelle 12:	Ratingskala und Ratingverteilung der Studie von Pottier/Sommer	75
Tabelle 13:	Ratingunterschiede	76
Tabelle 14:	Empirische Studien zur Erforschung der Ursachen von Split Ratings	79

Abkürzungsverzeichnis

ALM	Asset Liability Management
Aufl.	Auflage
BCAR	Best's Capital Adequacy Ratio
bzw.	beziehungsweise
CAR	Capital Adequacy Ratio
d.h.	das heißt
EAR	Earnings Adequacy Ratio
ERM	Enterprise Risk Management
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
f.	und der / die folgende
ff.	und der / die folgenden
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Hrsg.	Herausgeber
IMF	International Monetary Fund
Ltd.	Limited company
NOG	Net Operating Gain
NPW	Net Premiums Written
NR	Not Rated
NRSRO	National Recognized Statistical Rating Organization
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
PD-Ratings	Public Data Ratings
PI-Ratings	Public Information Ratings
PMPM	Per Member, Per Month
Q-Rating	Quantitative Ratings
S.	Seite
S.A.	Société Anonyme
SEC	Securities and Exchange Commission
Sigma	Zeitschrift der Schweizerischen Rückversicherungs-Gesellschaft
S & P	Standard & Poor's

TSD	Tausend
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
vs.	versus
u.a.	unter anderem , und andere
UNO	United Nations Organization
US	United States
USA	United States of America
usw.	und so weiter
z.B.	zum Beispiel

1. Einleitung

1.1. Problemstellung

Schon seit Jahrzehnten sind Ratings in den USA weit verbreitet und von enormer Bedeutung für Unternehmen aber auch für die Volkswirtschaft.¹ Aufgrund der zunehmenden Globalisierung der Finanzmärkte sind Ratings heute ein Informationsinstrument, auf das Marktteilnehmer nicht mehr verzichten können. Ratings machen den Markt transparenter, da sie eine Fülle von Daten, Fakten und Zahlen zu einem kurz und bündigen sowie weltweit verständlichen Urteil komprimieren.²

In der Finanzwelt gelten Ratingagenturen als die Supermächte schlecht hin. Sie entscheiden mit ihren Ratings maßgeblich über den geschäftlichen Erfolg und somit über die Existenz von Unternehmen. Ratingagenturen haben mehr denn je Einfluss auf die internationalen Finanzströme.³ Moody's, Standard & Poor's und Fitch besitzen ein derartiges Machtinstrument, dass sie in der Lage sind die Finanzwelt auf den Kopf zu stellen.⁴

Ratings spielten bislang in Europa eine unbedeutende Rolle in der Versicherungswirtschaft. Doch haben Ereignisse wie die schlechte Entwicklung der Kapitalmärkte, Großschäden durch Naturkatastrophen, Terroranschläge oder die geplante Einführung der Solvency II, dazu beigetragen, dass die Bewertung von Versicherungsgesellschaften durch Ratingagenturen zunehmend an Bedeutung gewinnt. Vor allem hat die zunehmende Komplexität und Vielfalt des Versicherungsmarktes dazu beigetragen, dass das Bedürfnis nach mehr Markttransparenz die Nachfrage nach Ratings in die Höhe trieb.⁵ Auch in Österreich lassen sich immer mehr Versicherungen von Ratingagenturen raten.

Ratingagenturen ermöglichen durch Finanzkraftratings über Versicherer, potenziellen Versicherungsnehmern, Versicherungsvermittler und Investoren einen Einblick in die wirtschaftliche Lage des Versicherers, um so eine Fehlentscheidung zu vermeiden. Doch

¹ Vgl. Klein (2004), S. 1

² Vgl. Braun/Gstach (2003), S. 11

³ Vgl. Müller (2003), S. 1

⁴ Vgl. Bock/Kary (2007), S. 6

⁵ Vgl. Schulz (2005), S. 3

was motiviert ein Versicherungsunternehmen dazu sich einem Ratingprozess zu unterziehen und dafür zu bezahlen, wo es doch nicht für ihn gesetzlich vorgeschrieben ist?

Und wie erfolgt die Bonitätseinstufung eines Versicherers durch eine Ratingagentur? Das Ratingverfahren stellt für viele eine Art Blackbox dar, die nicht einfach nachzuvollziehen ist. Die Entwicklung der Bewertungssysteme der führenden Ratingagenturen blickt auf eine über 100-jährige Geschichte zurück. Bonitätsprüfungsverfahren der Ratingagenturen sind gut durchdacht und langjährig erprobt.⁶ Dennoch kommt es vor, dass Ratings von zwei oder mehreren Ratingagenturen für den ein und selben Versicherer unterschiedlich ausfallen. Dieses Phänomen wird Split Rating genannt und bringt bei manchen Zweifel an der Glaubwürdigkeit und am Informationsgehalt von Ratings auf.⁷ Was verursacht Split Ratings? Es ist interessant zu wissen, ob diese Ratingunterschiede zwischen den Ratingagenturen zufällig vorkommen, oder ob man sie systematisch erklären kann. Liegt die Ursache der Split Ratings in den unterschiedlichen Ratingverfahren der Agenturen oder ist es einfach nur ein Resultat eines Selektionseffektes (selection bias).

Im Rahmen dieser Arbeit sollen die oben aufgeworfenen Fragen soweit wie möglich beantwortet werden.

1.2. Aufbau der Arbeit

Im folgenden Kapitel wird zunächst versucht eine Basis für das Verständnis von Ratings aufzubauen. Zunächst wird der Begriff Rating definiert und eine Übersicht über die Ratingskalen der führenden Ratingagenturen gegeben. Im Anschluss werden kurz die Anforderungen, denen ein Rating gerecht werden muss, erläutert. Mit einer kurzen Darstellung einige Ratingarten wird dieses Kapitel abgerundet.

Darauf aufbauend wird im Kapitel drei das Versicherungsrating im Speziellen näher behandelt. Anfangs werden die Ziele und Nutzen von Versicherungsratings aufgezeigt. Im weiteren Verlauf werden dann die Marktteilnehmer am Versicherungsratingmarkt näher betrachtet. Beginnend mit den Interessenten an Versicherungsratingmarkt wird dann der Ratingmarkt mit seinen marktführenden Ratingagenturen näher vorgestellt. Dabei wird

⁶ Vgl. Hirschmann/Romeike (2004), S. 6f ; Bock/Kary (2007), S. 6

⁷ Vgl. Steiner/Heinke (1996), S. 589 und S. 621

zuerst die Ratinggeschichte und die Ratingindustrie im Allgemeinen aufgezeigt und im Anschluss daran werden kurz die vier wichtigsten Ratingagenturen (Moody's, Standard & Poor's, Fitch und A.M. Best) im Bereich der Versicherungsratings vorgestellt. Das Kapitel drei beinhaltet weiters den Erstellungsprozess von Ratings und die dabei verwendeten Bewertungskriterien. Weiters werden die Ratingansätze der Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's, Fitch und A.M. Best näher vorgestellt.

Den Kern und Abschluss der Arbeit stellt das Kapitel vier dar, welches das Phänomen Split Ratings in der Versicherungswirtschaft behandelt. Dabei wird zunächst der Begriff Split Rating definiert. Anschließend werden die bisherigen Erkenntnisse diverser empirischer Studien über die Ursachen von Split Ratings aufgezeigt.

2. Das Rating

2.1. Allgemeine Definition

Der Begriff Rating stammt aus dem angloamerikanischen Sprachraum und leitet sich von dem Wort „to rate“ ab, welches im deutschen mit folgenden Begriffen gleichzusetzen ist: auslegen, beurteilen, bewerten, einstufen.

Schlägt man beispielsweise nach dem Wort Rating in einem Englisch-Deutsch-Wörterbuch nach, so erhält man eine Unmenge an Vorschlägen, was das Wort denn alles aussagen kann. Das Spektrum an Übersetzungsmöglichkeiten⁸ ist groß und reicht von Auslegung, Belastbarkeit, Bemessung, Berechtigung, Beurteilung insbesondere der Bonität, Bewertung, Einstufung, Güte, Leistung, Leistungsbilanz, Leistungsfähigkeit, Nenngrößen, Rangfolge, Schätzung bis zu Tarifierung.

Sucht man den kleinsten gemeinsamen Nenner dieser Übersetzungsvorschläge so kommt man zu dem Schluss, dass alle Bedeutungen einen klassifizierenden bzw. einstufenden Charakter haben⁹.

In der Literatur existieren zahlreiche Definitionen für den Begriff Rating. Die letztendliche Definition hängt jedoch von der Ratingart und dem Ratingobjekt ab. Im Wesentlichen ist Rating eine Methode bei der ein Unternehmen hinsichtlich seiner Erfolgs- und Risikofaktoren durch eine Ratingagentur (externes Rating) oder eine Bank (internes Rating) analysiert wird.¹⁰ Ein Rating ist ein komplexes Urteil sowie eine Einstufung über die wirtschaftliche Lage bzw. Finanzkraft eines Unternehmens und lässt sich anhand einer genau definierten Ratingskala für jedermann verständlich darstellen.

Rating kann wie eine Art Schulnote für das beurteilte Unternehmen gesehen werden, wie es zum Beispiel die Stiftung Warentest für verschiedene Produkte macht. Die beste Note ist dabei AAA, die schlechteste D. Positiv bewerteten Unternehmen wird dabei die Fähigkeit bescheinigt, ihre Verpflichtungen gegenüber den Geschäftspartnern problemlos zu erfüllen. Wer ein „D“ Rating erhält, steht sozusagen schon kurz vor dem wirtschaftlichen Desaster, sprich der Zahlungsunfähigkeit.

Rating kann mit dem sehr ähnlich klingenden Begriff Ranking verwechselt werden. Beim Ranking werden die Beurteilten nur in eine Rangfolge gebracht. Das Rating hat den

⁸ vgl. <http://dict.leo.org/> (Zugriff am 16. 8. 2006)

⁹ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 103

¹⁰ Vgl. Braun/Gstach (2003), S. 15

Vorteil, dass es im Gegensatz zum Ranking, durch sein ordinales Skalenniveau eine „... Einteilung der Unternehmensergebnisse in Gruppen gleicher Qualität ...“ erlaubt und „die Bewertung durch nicht numerische Symbole eine absolute Qualitätsaussagen“ getroffen werden kann.¹¹

Die Ratingskala¹²

Die heute angewandte Ratingskala geht auf John Moody zurück, doch unterscheiden sich, wenn auch nur marginal, die Ratingskalen der Ratingagenturen von einander. Dadurch ist der Vergleich der Ratingergebnisse zwischen den Agenturen nicht unmittelbar möglich. Die Bewertung von AAA bis BBB gilt als „Investment-Grade“ und bedeutet, dass das Unternehmen als sicher bzw. finanzstark gilt. Demgegenüber gilt die Einstufung BB bis D als „Speculative-Grade“ und zeigt, dass das geratete Unternehmen finanzschwach und anfällig ist.¹³ Die Modifikatoren, + / -, wurden später von Fitch eingeführt und ermöglichen es die jeweilige Position innerhalb einer Ratingkategorie zu zeigen.

Meist werden Ratings zur Überprüfung auf die Beobachtungsliste „Credit Watch“ gesetzt. Dies erfolgt dann, wenn sich das Rating möglicherweise verändern könnte. Man unterscheidet zwischen folgenden drei Möglichkeiten:

- „*Credit Watch positiv*“ - das Rating kann höher eingestuft werden
- „*Credit Watch negativ*“ - das Rating kann niedriger eingestuft werden
- „*Credit Watch developing*“ – das Rating kann sowohl höher als auch niedriger eingestuft werden.

Ist ein Unternehmen nicht von einer Ratingagentur geratet oder wurde das Rating zurückgezogen, so wird es mit Not Rated (NR) gekennzeichnet.

¹¹ Vgl. Schulz (2005), S. 3f

¹² Vgl. Romeike (2004), S. 30ff.

¹³ Gemäß der Ratingskala von Standard & Poor's. Siehe hierzu auch Tabelle 1.

Die folgende Tabelle zeigt zusammengefasst die Ratingskalen der drei bedeutendsten Ratingagenturen am heutigen Ratingmarkt sowie die von Prof. Finsinger.

Tabelle 1: Ratingskalen der führenden Ratingagenturen und von Prof. Finsinger

Standard & Poor	Moody's	Fitch	Prof. Finsinger	Schulnote	Empirische Ausfallquote	Bedeutung
AAA	Aaa	AAA	*****	1+	0,00 %	„Triple-A“, das Ausfallrisiko ist nahezu null, höchste Bonität
AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	****	1	0,00 % 0,00 % 0,03 %	Nur geringfügig schlechter als die Höchsteinstufung, insgesamt sehr gute Beurteilung
A+ A A-	A1 A2 A3	A+ A A-	***	2	0,02 % 0,05 % 0,05 %	Insgesamt ist das Unternehmen in der Lage, sämtliche Verpflichtungen gut zu erfüllen; unvorhergesehene Ereignisse können die Situation allerdings kurzfristig negativ beeinflussen
BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	**	3	0,12 % 0,22 % 0,35 %	Das Unternehmen weist eine durchschnittliche Bonität auf. Durch unvorhergesehene äußere Einflüsse kann eine Verschlechterung der Situation eintreten.
BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	*	3-4	0,44 % 0,94 % 1,33 %	Es bestehen erhebliche Risikofaktoren bzgl. der Tilgungsfähigkeit bzw. der Zinsverpflichtungen. Es besteht eine nur geringe „Deckungsmasse“.
B+ B B-	B1 B2 B3	B+ B B-		4	2,91 % 8,38 % 10,32 %	Die Unternehmenssituation ist noch als akzeptabel zu beurteilen. Allerdings ist mit einem zukünftigen eintretenden Zahlungsverzug zu rechnen.
CCC CC C	Caa Ca C	CCC CC C		4-	21,94 %	Es besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass finanzielle Verpflichtungen zukünftig nicht erfüllt werden können.
D	D	D		5		Das Unternehmen ist im Zahlungsverzug bzw. der Insolvenzantrag ist zu erwarten oder schon gestellt. Keine Bonität.

Quellen: Heim G., Rating Handbuch für die Praxis, 2006, S. 31,
Hirschmann S./Romeike F., Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, S. 33 und
Finsinger J./Diboky F/Ubl E., Finsinger-Kennzahl – prospektives Rating von
Lebensversicherungsunternehmen, 2005, S. 113

2.2. Anforderungen an Ratings

Dieses Kapitel soll sich mit der Beantwortung der Frage nach den Anforderungen, denen ein Rating gerecht werden muss beschäftigen.

Genau dieser Fragestellung hat sich Sönnichsen im Detail zugewendet und folgende wesentlichen Anforderungen haben sich dabei herauskristallisiert, die im Folgenden nur kurz erläutert werden:¹⁴

- Problemadäquanz
- Nachvollziehbarkeit
- Genauigkeit und Aktualität
- Unabhängigkeit der Ratingagentur

2.2.1. Problemadäquanz

Ein wesentliches Kriterium von Information ist ihre Zielsetzung. Denn Wissen, Daten und Fakten gelten erst dann als Information, wenn sie als Entscheidungsgrundlage dienen können. Ratings sollen zu einer effizienteren Entscheidungsfindung dienen¹⁵, daher müssen sie für das Entscheidungsproblem angemessen sein, um die Forderung nach Problemadäquanz erfüllen. Ein Rating gilt als problemadäquat, wenn es an die Bedürfnisse des Entscheidungsträgers angepasst ist.¹⁶

Dies klingt ziemlich einfach, doch es gibt einige Hindernisse bei der Erreichung der Problemadäquanz. Ratings sind problemadäquat, wenn bei ihrer Erstellung jene Maßstäbe angesetzt wurden, die der individuelle Entscheidungsträger auch angesetzt hätte. Doch besteht hier ein Konflikt, das Ratings oft nicht für einen Einzelnen sondern für eine Gruppe von Nutzern erstellt wird, deren Ziele sich unterscheiden.¹⁷

¹⁴ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 148ff. Mehr hierzu bei Sönnichsen in „Rating-Systeme am Beispiel der Versicherungswirtschaft“ (1992) nach zu lesen.

¹⁵ Siehe hierzu auch Kapitel 3.1. Ziele und Nutzen von Versicherungsratings

¹⁶ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 148f.; Schulz (2005), S. 5

¹⁷ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 149

2.2.2. Nachvollziehbarkeit

Die Nachvollziehbarkeit eines Ratings ist dann erfüllt, wenn das Ratingverfahren und die Ratingkriterien, die für das Ratingergebnis letztendlich verantwortlich sind, für den Ratingnutzer nachvollziehbar, anders ausgedrückt plausibel, sind.¹⁸

Ratingagenturen werden aber nur so viel von ihren Ratingverfahren Preis geben, sodass ihnen dadurch kein Nachteil entsteht. Denn bei einer vollständigen Offenlegung ihrer Arbeitsweise, würden die Ratingagenturen ihr Know-how der Konkurrenz auf dem Silbertablett liefern. Es muss also ein Weg seitens der Ratingagentur gefunden werden, bei dem sowohl der Anforderung nach mehr Transparenz im Rahmen des Ratingprozesses nachgekommen wird, als auch die eigenen Interessen gewahrt und geschützt werden.

2.2.3. Genauigkeit und Aktualität

Um der Forderung nach Genauigkeit gerecht zu werden, müssen die verwendeten Informationen – also die Daten, Zahlen und Fakten, zuverlässig und korrekt sein, denn sie sind die Grundlage für das Ratingergebnis. Die Aktualität der Informationen ist von immenser Bedeutung, da eine Information nur dann von Nutzen ist, wenn sie auch zum richtigen Zeitpunkt vorliegt. Durch die laufende Überprüfung und Überwachung von Ratings wird die Aktualität von Ratings gewährleistet.¹⁹

2.2.4. Unabhängigkeit

Von besonderer Bedeutung für die Akzeptanz von Ratings ist die Unabhängigkeit der Ratingagentur. Die Ratingagentur muss gewährleisten, dass jedwede Einflussnahme auf den Ratingprozess ausgeschlossen ist. Lässt sich ein Unternehmen raten, wird es selbstverständlich großes Interesse daran haben ein „gutes“ Rating zu erhalten. Doch darf es zu keiner Druckausübung auf die Ratingagentur zur Erlangung eines vorteilhaften Ratingergebnisses kommen. Zudem muss darauf geachtet werden, dass die Ratingagentur

¹⁸ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 161ff.

¹⁹ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 170ff. Siehe hierzu auch Kapitel 3.4. Ratingverfahren

rechtlich, personell und wirtschaftlich unabhängig von den zu bewertenden Unternehmen ist.²⁰

2.3. Ratingarten

Ratings können aus unterschiedlichen Gründen erstellt werden, dementsprechend gibt es auch verschiedene Ratingarten. Je nachdem welches Objekt untersucht wird, oder welche Zielsetzung man verfolgt oder wer der Auftraggeber eines Rating ist, kann man verschiedene Arten von Ratings unterscheiden.

Unterscheidungskriterien können beispielsweise sein:

- Ersteller
- Initiator
- Bewertungsobjekt
- Zeitbezug

Bevor wir uns im Besonderen dem Versicherungsrating widmen, sollen kurz exemplarisch einige Ratingarten im Allgemeinen beschrieben werden.

2.3.1. Externes und Internes Rating

Unter einem internen Rating versteht man das Rating von einer Bank oder einem ähnlichen Institut für einen Kreditnehmer. Man unterscheidet hierbei zwischen:

- bankinterne Ratings,
- traditionelle Bonitätsanalyse und
- Kreditwürdigkeitsprüfung anhand von Sicherheiten.

Während im Fall eines externen Ratings eine unabhängige Ratingagentur ein Rating an ein Wirtschaftssubjekt wie z.B. ein Unternehmen oder ein Land vergibt.

Hierzu gehören unter anderem folgende Ratingarten:

- Solicited Rating versus Unsolicited Rating
- Debt-Rating (Emissionsrating und Emittentenrating)
- Equity-Rating

²⁰ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 180ff.

- Finanzkraft rating
- Branchenrating
- Länderrating

2.3.2. Solicited und Unsolicited Rating

Im Regelfall wird eine Ratingagentur von einem Unternehmen zur Erstellung eines Ratings beauftragt, so bezeichnet man dies als Solicited Rating. Die Ratingagentur wird also erst nach der Auftragserteilung aktiv. Das Solicited Rating ist die übliche Form der Raterstellung, doch kommt es auch vor, dass eine Ratingagentur Unsolicited Ratings erstellt. Hierzu verwendet sie nur öffentlich zugängliche Informationen, daher wird dieses Rating auch als Public Information Rating (PI-Rating) bezeichnet. Der Nachteil von Unsolicited Ratings liegt auf der Hand, die Informationsqualität ist geringer als bei Solicited Ratings, da unternehmensinterne Daten und Informationen nicht in das Unsolicited Rating mit einfließen können. PI-Ratings „zwingen“ viele Unternehmen ein Rating in Auftrag zu geben. Denn dabei – und das offerieren die Agenturen – kann man sein Rating verbessern. So setzen PI-Ratings die Unternehmen unter „Druck“, ein Rating zu beantragen.

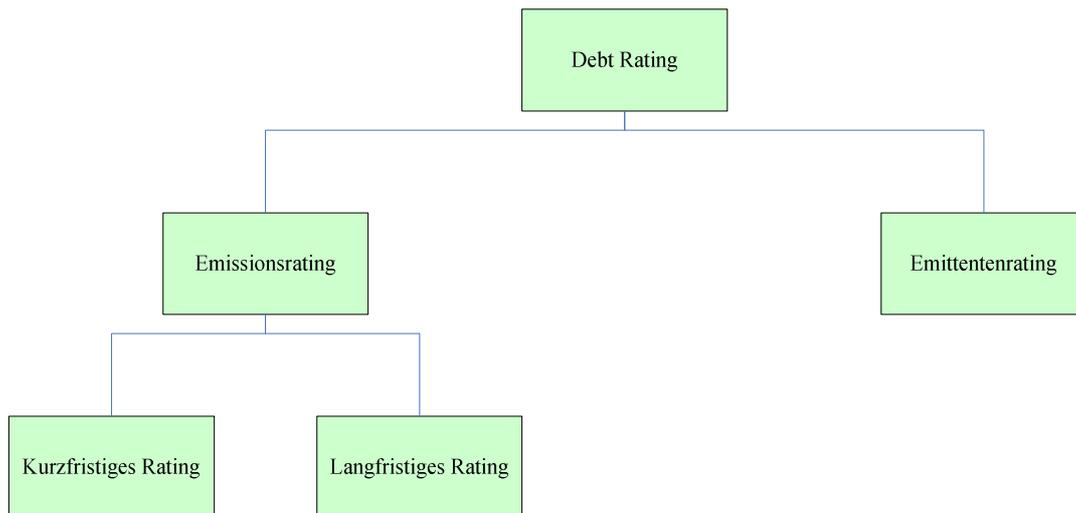
2.3.3. Debt-Rating und Equity-Rating

Obwohl Debt-Rating und Equity-Rating wie schon die Bezeichnungen erahnen lassen, sich unterscheiden, haben sie doch etwas gemeinsam, nämlich die Fundamentalanalyse der Unternehmensstruktur. Unterschiedlich ist die Zielgruppe dieser beiden Ratings. Während man beim Debt-Rating Fremdkapitalinstrumente beurteilt und somit den Fremdkapitalgeber entscheidungsrelevante Informationen über drohende Ausfallsrisiken gegeben werden, werden beim Equity-Rating die Eigenkapitaltitel bewertet, um somit den Aktionären Kurspotenziale und Renditenchancen vor Augen zu führen.²¹

Das Debt-Rating ist nochmals in Emissions- und in Emittentenrating zu unterscheiden, wie die nachfolgende Abbildung 1 es darstellt:

²¹ Vgl. Romeike (2004) S 15f.

Abbildung 1: Debt-Rating



Während sich das Emissionsrating auf einen genau definierten Finanztitel bezieht, wird beim Emittentenrating alleine die Bonität des Schuldners bewertet. So ist das Emittentenrating die Basis für das Emissionsrating, doch für das Emissionsrating werden noch andere Faktoren wie Laufzeit, Rang, Sicherheit usw. mitberücksichtigt, sodass das Emittentenrating nicht mit dem Emissionsrating übereinstimmen muss. So kann es vorkommen, dass verschiedene Emissionen des ein und selben Emittenten unterschiedliche Ratings erhalten. Beim Emittentenrating bewertet die Ratingagentur nicht einzelne Finanzierungen, sondern die allgemeine Fähigkeit des Emittenten seinen Zahlungsverpflichtungen rechtzeitig und vollständig nachzukommen.²²

Weiters unterscheidet man bei Emissionsratings zwischen kurzfristigem und langfristigem Rating. Im Fall von kurzfristigen Emissionsratings werden Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr von der Ratingagentur bewertet, wie zum Beispiel Commercial Papers oder Einlagezertifikate. Jene Ratings für Wertpapiere mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristige Ratings eingestuft.²³

²² Vgl. Romeike (2004), S. 16; Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S 212

²³ Vgl. Romeike (2004), S. 16; Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S 212

2.3.4. Finanzkraftrating

Beim Finanzkraftrating (Financial-Strength-Rating) handelt es sich um ein Rating, das insbesondere für Finanzinstitute, wie Banken und Versicherungen, erstellt wird, wobei ihre Bonität beurteilt wird.

Das **Finanzkraftrating für Banken** drückt die fundamentale Finanzkraft einer Bank unter außer Achtlassung von externen Einflüssen (wie z.B. das Domizilland der Bank²⁴ und Unterstützungsmechanismen²⁵) aus.²⁶

Bei **Finanzkraftrating für Versicherungen** wird erhoben, ob das zu bewertende Versicherungsunternehmen in der Lage ist seine laufenden Verpflichtungen gegenüber Versicherungsnehmern (d.h. seine erstrangigen Zahlungsverpflichtungen aus Versicherungsschäden und Versicherungsverträgen) und anderen gegenüber termingerecht und vollständig zu erfüllen.

Zu beachten ist, dass beim Finanzkraftrating nicht einzelne Versicherungsverträge bzw. Versicherungsprodukte bewertet werden, sondern wie bei einem Emittentenrating eine Fundamentalanalyse durchgeführt wird.²⁷

²⁴ Das Länderrating stellt in der Regel die Obergrenze für das Rating eines Unternehmens in diesem Land dar und wird auch als „ceiling“ bezeichnet. Mehr hierzu im Kapitel 3.4. Ratingverfahren.

²⁵ Unter Unterstützungsmaßnahmen versteht man hier staatliche Garantien, Gewährträgerhaftung, Anstaltslast oder Patronatserklärungen. Diese Unterstützungsmaßnahmen können einen wesentlichen rating erhöhenden Einfluss haben. Für mehr Information siehe hierzu auch Bock A./Kary C., Unruhe in der Ratingwelt, Die Presse vom 25. April 2007, S. 6.

²⁶ Vgl. Berblinger (1996), S. 40

²⁷ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 5; Berblinger (1996), S. 41

Die führenden Ratingagenturen, die Finanzkraftratings erstellen, verwenden folgende Ratingskalen:

Tabelle 2: Ratingskalen für Finanzkraftratings²⁸

A.M. Best		Fitch		Moody's		Standard & Poor's	
<i>sicher</i>		<i>sicher</i>		<i>finanzstark</i>		<i>sicher</i>	
A++, A+	herausragend	AAA	höchste Kreditqualität	Aaa	herausragend	AAA	herausragend
A, A-	ausgezeichnet	AA	sehr hohe Kreditqualität	Aa	exzellent	AA	ausgezeichnet
B++, B+	sehr gut	A	hohe Kreditqualität	A	gut	A	sehr gut
		BBB	gut	Baa	angemessen	BBB	gut
<i>anfällig</i>		<i>spekulativ</i>		<i>finanzschwach</i>		<i>anfällig</i>	
B, B-	ausreichend	BB	spekulativ	Ba	fragwürdig	BB	marginal
C++, C+	marginal	B	hoch spekulativ	B	schwach	B	schwach
C, C-	hoch spekulativ	CCC, CC, C	hohes Zahlungs- verzugsrisiko	Caa	sehr schwach	CCC	sehr schwach
D	sehr schwach	DDD, DD, D	Zahlungsverzug	Ca	extrem schwach	CC	extrem schwach
E	unter aufsichts- behördlicher Beobachtung			C	ungenügend	R	aufsichts- behördliche Maßnahmen
F	in Liquidation						
S	Rating suspendiert						

Quelle: Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003 (Zugriff am.20.2.2007); S 15

²⁸ Siehe hierzu auch Finsinger/Diboky/Ubl (2005), S. 113

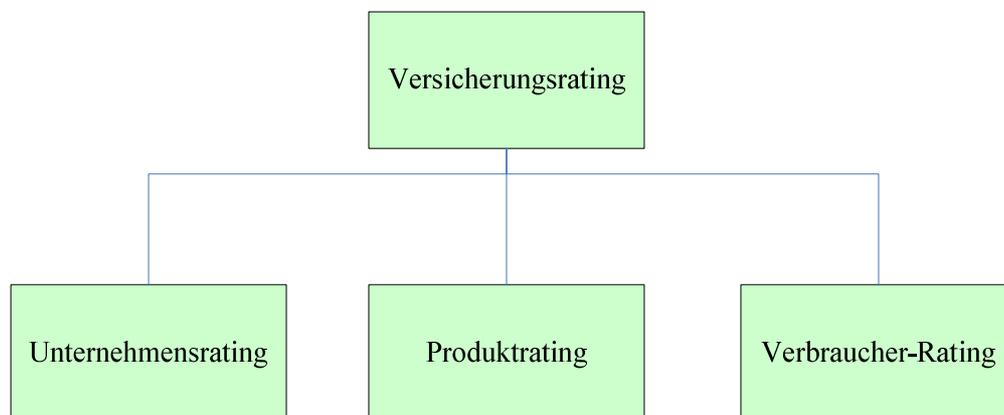
3. Rating in der Versicherungswirtschaft

Ein Versicherungsrating kann wie bereits in den vorhergehenden Ausführungen ein Rating sein, das vom Versicherer selbst initiiert wurde (Solicited Rating) oder ein Rating, das ohne Auftrag des Versicherers erstellt wurde (Unsolicited Rating). Weiters unterscheidet man zwei Arten von Ratings für Versicherungsgesellschaften, die ebenfalls bereits näher erläutert wurden, diese wären das Emissionsrating und das Finanzkraftrating.

Emissionsratings für Versicherungsgesellschaften werden seltener als Finanzkraftratings erstellt, da es nicht sehr oft vorkommt, dass ein Versicherer durch die Emission von Wertpapieren Fremdkapital beschafft. Gemäß der Swiss Re-Studie (Sigma Nr. 4/2003) erhielten weniger als ein Viertel aller Versicherer weltweit ein Emissionsrating. Aus diesem Grund wird im Rahmen dieser Arbeit mehr dem Finanzkraftrating Aufmerksamkeit geschenkt und das Emissionsrating eher vernachlässigt.

Wenn man eine weitere Einteilung vornehmen möchte, so kann man das Versicherungsrating auch noch in Unternehmens-, Produkt- und Kombinationsrating untergliedern.

Abbildung 2: Versicherungsrating



Quelle: Wittrock C., Welchen Nutzen haben Ratings?, 2005 (Zugriff am 1.2.2007), S. 10

Beim *Unternehmensrating* stehen die finanzielle Leistungsfähigkeit, die zukünftige Ertragskraft und die wirtschaftliche Stabilität eines Versicherers im Mittelpunkt der Qualitätsbewertung. Im Gegensatz dazu wird bei einem *Produktrating* eine bestimmte Versicherungsleistung bzw. ein bestimmtes Versicherungsprodukt nach seinem Leistungsumfang bewertet. Hierfür werden die Versicherungsbedingungen und Anträge

von der jeweiligen Ratingagentur analysiert und bewertet. Die integrierte Bewertung des Versicherungsunternehmens und der Versicherungsleistung stellt eine Kombination beider Ansätze dar, die als *Verbraucher-Rating* bezeichnet wird.²⁹

Die Ratingagenturen Standard & Poor's, Fitch Ratings, Assekurata, Morgen & Morgen sowie der von Prof. Jörg Finsinger entwickelte Ansatz³⁰ beschäftigen sich vorwiegend mit Unternehmensrating³¹, während sich die deutsche Ratingagentur Franke & Bornberg mit der Qualitätsbeurteilung von Versicherungsprodukten auseinandersetzt. Verbraucher-Ratings, die eine Kombination beider Ansätze darstellen, werden am Ratingmarkt von map-Report sowie Stiftung Warentest durchgeführt und veröffentlicht.³² Während in Deutschland für Versicherungen spezielle Ratings aus Kundensicht³³ angeboten werden, hat sich diese Art von Ratings nicht am österreichischen Versicherungsmarkt durchgesetzt. Hierzulande dominieren weiterhin die Unternehmensratings.³⁴

Nach Horsch kann man „*das Unternehmensrating als umfassendste Variante ...*“³⁵ sehen und es mit dem Emittentenrating vergleichen. So folgert er, dass Produkt- und Unternehmensrating auf dem Versicherungsmarkt sich zwar unterscheiden, doch keineswegs unabhängig voneinander betrachtet werden können.³⁶ Auch Romeike spricht in diesem Zusammenhang von einer „... *hohen Korrelation von Produkt- und Unternehmensqualität ...*“.³⁷ Denn Schlussendlich wird ein Versicherer nur dann am Versicherungsmarkt langfristig bestehen, wenn dessen Versicherungsleistungen über eine gewisse Qualität verfügen, und er sein Versicherungsschutzversprechen jederzeit einlösen kann.³⁸ Doch ist diese Abhängigkeit zwischen Unternehmens- und Produktqualität von wechselseitiger Natur. Denn die Versicherungsprodukte sind es letztlich, welche die zukünftige Ertragskraft eines Versicherers maßgeblich beeinflussen.³⁹ „*Diese Verzahnung ...*“⁴⁰ wie es sie Horsch nennt, ist abhängig vom Zeitumfang und der Versicherungssumme.

²⁹ Vgl. Sönnichsen (1992) S. 136f.; Horsch (2006) S. 75f.; Romeike (2004), S. 26f.; Wittrock (2005) S. 10

³⁰ Mehr hierzu nachzulesen bei Finsinger/Diboky/Ubl, Finsinger-Kennzahl – prospektives Rating von Lebensversicherungsunternehmen (2005) S. 101 – 114, in Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): *Versicherungsrating*, 2005, Wiesbaden

³¹ Vgl. Finsinger/Diboky/Ubl (2005), S. 102

³² Vgl. Romeike (2004), S. 26

³³ Dabei fließen einfach Kundenbefragungen mit in das Bewertungsverfahren ein.

³⁴ Vgl. Bock (2006), S. 5

³⁵ Horsch (2006), S. 75

³⁶ Vgl. Horsch (2006), S. 75

³⁷ Romeike (2004), S. 26

³⁸ Vgl. Horsch (2006), S. 75f.; Romeike (2004), S. 26; Sönnichsen (1992), S. 137ff.

³⁹ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 138f.

⁴⁰ Horsch (2006), S. 76

Die Bedeutung der Beziehung zwischen Unternehmens- und Produktrating steigt umso stärker, je länger die Vertragslaufzeit und je höher der Deckungsumfang der Versicherung sind. So wird das Unternehmensrating bei der Wahl einer kurzfristigen Reiseversicherung weniger bedeutsam sein als bei einer Lebensversicherung.⁴¹

Die Vielfalt an Ratingarten lässt darauf schließen, dass verschiedene Nutzungsmöglichkeiten und Interessenten bzw. Nutzer von Ratings und insbesondere von Versicherungsratings existieren. In der weiteren Folge sollen daher die Ziele und Nutzen von Versicherungsratings aufgezeigt werden. Anschließend werden die Marktteilnehmer, also die Interessenten an Versicherungsratings und die Produzenten von Ratings – die Ratingagenturen, vorgestellt.

3.3. Ziele und Nutzen von Versicherungsratings

Bevor wir uns mit den Adressaten von Versicherungsrating und den Ratingagenturen näher beschäftigen, wollen wir zunächst auf folgende Fragen Antworten finden:

- Warum gibt es überhaupt Versicherungsratings?
- Welche Ziele haben Versicherungsratings?
- Welchen Nutzen erfüllen Versicherungsratings?

Auf einem vollkommenen Markt herrscht Markttransparenz, d.h. beide Marktpartner sind vollkommen informiert. Dieser vollkommene Markt ist ein hypothetischer Markt, der so in der Realität nicht existiert. Informationen sind unter den Marktteilnehmern uneinheitlich verteilt, so auch am Versicherungsmarkt. Versicherungsgesellschaften sind komplexe Unternehmen, die oft verzerrt wahrgenommen werden.⁴² Wie kann nun der Markt auf die Marktunvollkommenheit der asymmetrischer Information reagieren?

Man unterscheidet zwei Handlungsmöglichkeiten:⁴³

1. „*Screening*“: Die schlechter informierte Marktseite sammelt zusätzliche Informationen, z. B. in Form von Selbstinformation oder Einschaltung spezialisierter Dritter.

⁴¹ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 138; Horsch (2006), S. 76

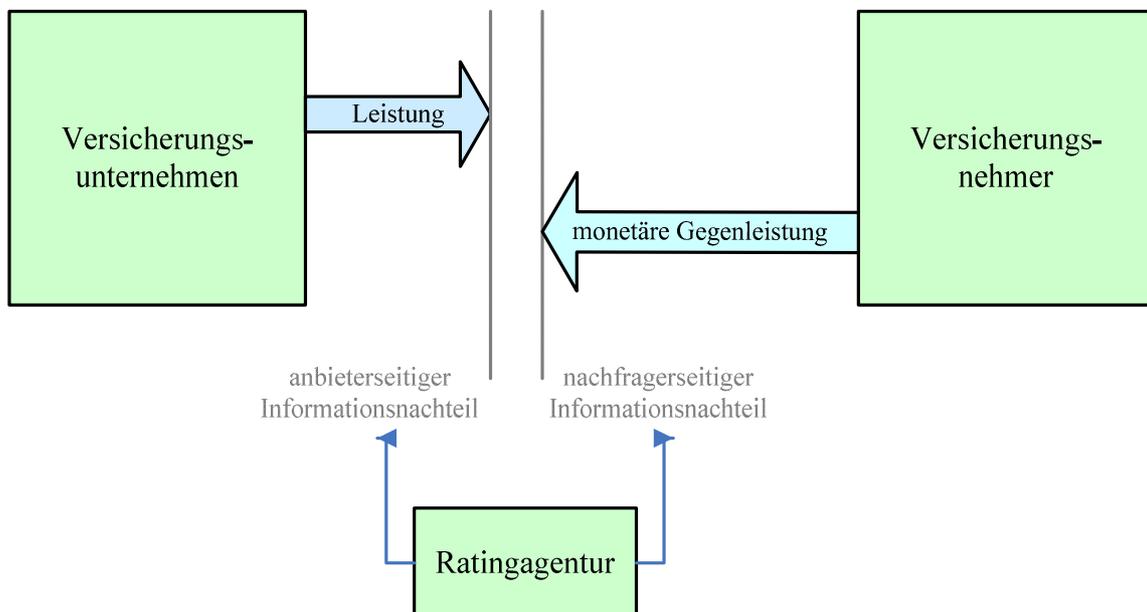
⁴² Vgl. Swiss Re. (2003), S. 5f.

⁴³ Vgl. Horsch (2006), S. 20

2. „*Signaling*“: Die besser informierte Marktseite versucht Informationen zu vermitteln.

Wenn man davon ausgeht, dass die schlechter informierte Marktseite Versicherungsnehmer; Versicherungsvertreter, Versicherungsmakler usw. sind, so wäre es ineffizient, wenn jeder einzelne selbst eine Finanzkraftanalyse für jede in Frage kommende Versicherungsgesellschaft erstellen würde. Viel effizienter wäre es, wenn eine unabhängige Ratingagentur die Aufgabe der Bewertung der Versicherer übernehmen würde.

Abbildung 3: Beseitigung von Informationsasymmetrien durch Rating



Quelle: Horsch A., Rating in der Versicherungswirtschaft – Eine ökonomische Analyse, 2006, S. 54

Während das Rating für die einen Marktteilnehmer zum „Screening“ dienen, kann es im Fall der Versicherungsgesellschaften zum „Signaling“ eingesetzt werden. So kann ein Versicherungsunternehmen mit Hilfe von einem „guten“ Rating Informationspolitik betreiben. Das Rating kann somit von Marktteilnehmer als „Screening“ oder als „Signaling“ verwendet werden. Doch sowohl das „Screening“ als auch das „Signaling“ verursachen Transaktionskosten. Da es zum Markteintritt neuer Marktteilnehmer, nämlich den Ratingagenturen kommt, kommt es erneut zu Informationsasymmetrien.

Versicherungsratings sind somit eine Antwort auf die Marktunvollkommenheiten in Form von Informationsasymmetrien. Auch wenn Ratings die Marktunvollkommenheiten nicht vollständig eliminieren können, tragen sie dazu bei Informationsasymmetrien und Transaktionskosten auf ökonomisch effiziente Weise zu reduzieren.⁴⁴

Die Aufgabe von Ratingagenturen beinhaltet die Sammlung, Bereitstellung, Aufbereitung sowie Bewertung von Informationen.⁴⁵ Auf diesen Informationen basierend können dann Marktteilnehmer Entscheidungen treffen. Nach Sönnichsen hat das Rating sein Ziel aber erst dann erfüllt, „wenn die Effizienz einer Entscheidung mit seinem Einsatz höher ist als die einer Entscheidung ohne Rating.“⁴⁶

Das Ziel eines Ratings ist somit die „ ... Erhöhung der Entscheidungseffizienz im Vergleich zur Ausgangssituation ... “. ⁴⁷

Nachdem wir kurz dargelegt haben, woher der Bedarf an Ratings herrührt und welches Ziel es verfolgt, wollen wir uns nun den Vorteilen bzw. Nutzen von Versicherungsratings zuwenden:^{48 49}

- Einfacher Zugang: Ratings werden von Ratingagenturen veröffentlicht und sind gegen Entgelt für jedermann verfügbar. Dank dem Internet sind diese Information jederzeit abrufbar und ermöglichen so einen weltweiten Vergleich zwischen den Versicherungsgesellschaften.
- Marketinginstrument: Da die Ratingkategorien für jedermann gut verständlich und einfach zu nutzen sind, eignen sie sich ideal als Kommunikationsinstrument für die gewünschten Zielgruppen. So kann die Qualität und Stabilität eines Versicherungsunternehmens in einer standardisierten und einfachen Form verständlich dargelegt werden. So wird Rating zu Marketingzwecken bei Versicherungsnehmern, Versicherungsmaklern, Versicherungsvermittlern und in der Öffentlichkeit eingesetzt, um so die Reputation der Versicherung zu steigern. Nicht selten

⁴⁴ Vgl. Horsch (2006), S. 18ff.; Swiss Re. (2003), S. 5f.

⁴⁵ Vgl. Horsch (2006) S. 55

⁴⁶ Vgl. Sönnichsen (1996), S. 433; zum Vertiefen siehe Sönnichsen (1992), S. 125ff.

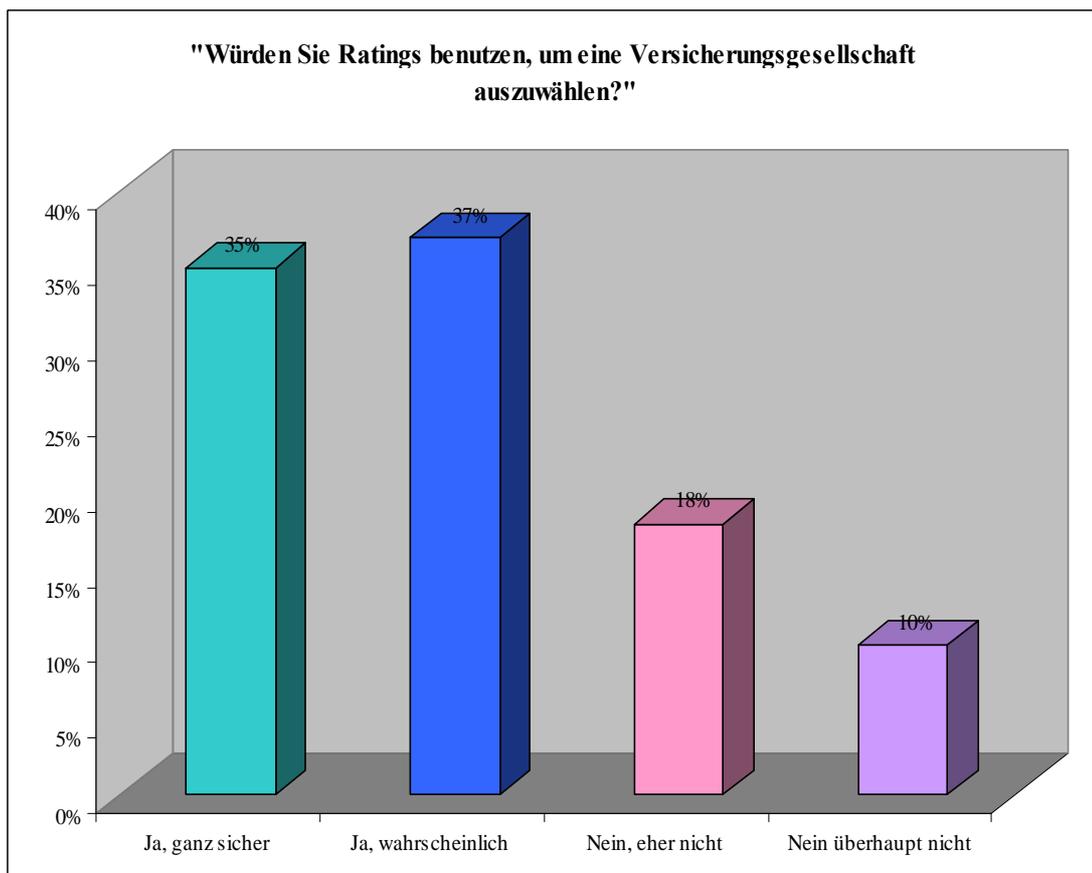
⁴⁷ Vgl. Sönnichsen (1996), S. 433

⁴⁸ Ohne Anspruch auf Vollständigkeit.

⁴⁹ Vgl. Berblinger (1996), S. 44ff.; Romeike, S. 16f.; Lürzer/Hagen (2004) S 471ff.; Wambach/Wunderlich, S. 24ff

werden Ratings für Promotions-Zwecke genutzt. Versicherungen mit einem „guten“ Rating werden von Versicherungsnehmern⁵⁰ bevorzugt und eher von Versicherungsmaklern und Versicherungsvermittlern empfohlen. Eine Umfrage zum Nutzen von Versicherungsratings, welche von Swiss Re 2003 durchgeführt wurde, kam zu dem Ergebnis, dass über 70 % der Versicherungskunden Ratings für die Produktauswahl heranziehen würden (Abbildung 4).

Abbildung 4: Umfrage zu Versicherungsratings



Quelle: Wittrock C., Welche Nutzen haben Ratings?, 2005 (Zugriff am 1.2.2007)

Unternehmen achten beim Abschluss von Versicherungsverträgen besonders auf das Rating einer Versicherungsgesellschaft. Meist ist bei internationalen Konzernen ein „gutes“ Rating Voraussetzung für den Vertragsabschluss.

- Instrument der Finanzkommunikation: Versicherungen, die sich über den internationalen Kapitalmarkt finanzieren und über ein „gutes“ Rating verfügen, können sich über leichteren Zugang und bessere Kondition erfreuen, da

⁵⁰ Insbesondere bei Kranken- und Lebensversicherungen.

Kapitalanleger sehr oft das Ratingergebnis als Entscheidungsgrundlage heranziehen. Die dadurch erreichte Erweiterung und Diversifizierung der Investorenbasis führt für die Versicherung zu besseren Finanzierungskosten. Aber nicht nur Kapitalanleger achten auf Ratings, sondern auch die Banken berücksichtigen bei der Kreditvergabe immer mehr die Ratingurteile von Ratingagenturen. Ein „gutes“ Rating schafft ein höheres Vertrauen und kann zu einer verbesserten Verhandlungsposition gegenüber Kreditgebern beitragen.

- Controllinginstrument: Versicherungsunternehmen nutzen immer häufiger Ratings auch als Informationsinstrument für das eigene Management. Die Analyse einer unabhängigen Ratingagentur bringt die Stärken und Schwächen sowie die Chancen und Risiken des Versicherungsunternehmens ans Tageslicht. Dem Management wird so ermöglicht interne Schwachstellen zu erkennen und zu verbessern sowie die Stärken und Chancen auszubauen. Ratings dienen aber nicht nur als Informationslieferant dem Management, sondern sind auch „... eine Art externe Disziplinierung des Managements ...“⁵¹. Denn das Rating ist auch eine Beurteilung der Managementleistungen und kann somit auch als eine zusätzliche Kontrolle des Managements selbst eingestuft werden.
- Mitarbeitermotivation: Durch ein „gutes“ Rating signalisiert das Unternehmen seinen Mitarbeitern eine finanzielle und wirtschaftliche Qualität, die den Fortbestand des Unternehmens sichert. Somit gibt man den Mitarbeitern ein Gefühl der Arbeitsplatzsicherheit, was wiederum die Motivation und Loyalität der Mitarbeiter steigert sowie das Arbeitsklima positiv beeinflusst.⁵²

⁵¹ Lürzer/Hagen (2004), S 474

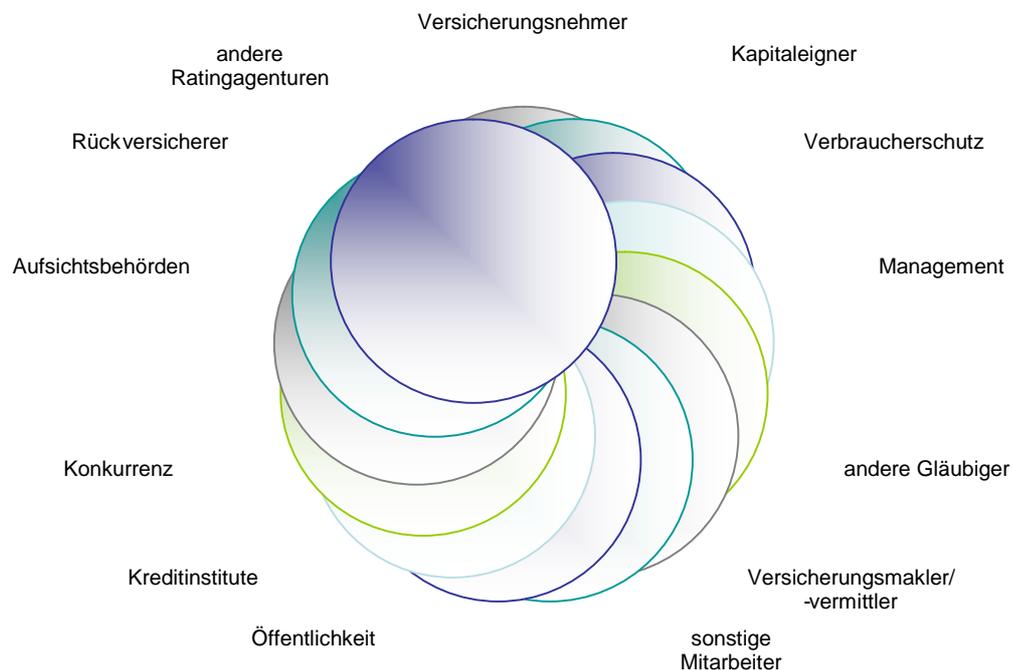
⁵² Vgl. Braun/Gstach (2003), S. 18

3.4. Versicherungsrating-Interessenten

Die Ziele und Nutzen von Versicherungsratings lassen schon erahnen, dass es sich bei den Interessenten für Versicherungsratings um eine sehr heterogene Gruppe handelt.⁵³

Dies soll die Abbildung 5 auch veranschaulichen:

Abbildung 5: Versicherungsrating-Interessenten



Wie bereits schon festgestellt wurde, hat das Rating das Ziel die Entscheidungseffizienz zu steigern. Somit ist der Hauptzweck von Versicherungsratings die Unterstützung der Versicherungsentscheidungsträger bei ihrer Entscheidungsfindung. Aus diesem Grund kann man nach Sönnichsen zwei Gruppen von Interessenten unterscheiden. Die erste Gruppe sind die *Kerninteressenten*, für die das Rating zur Entscheidungsfindung konzipiert ist und die daher auf dem Rating basierend verbesserte Entscheidungen treffen können. Daneben gibt es die *Randinteressenten*, denen das Rating zwar nützlich ist, die aber nicht primär zur Zielgruppe des Ratings zählen.⁵⁴

⁵³ Vgl. Sönnichsen (1996), S. 437; Sönnichsen (1992), S. 140

⁵⁴ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 140ff.; Sönnichsen (1996), S. 437f.; Horsch (2006), S. 78ff.

Nach Sönnichsen zählen zu den Kerninteressenten die Träger von Versicherungsentscheidungen, welche Versicherungsnehmer, Versicherungsvermittler und Versicherungsgesellschaften sind.

- *Versicherungsnehmer* sind die größte und bedeutendste Gruppe der Versicherungsmarktteilnehmer. Je nach ihrer Größe und Intention werden sie sich entweder mehr für Produkt- oder Unternehmensratings interessieren. Sönnichsen differenziert diese beiden Gruppen in „professionelle“ (Großkunden) und „nicht professionelle“ (Kleinkunden) Entscheidungsträger.⁵⁵ Private Versicherungsnehmer werden sich vor allem für Produktratings interessieren, während Großkunden wie Unternehmen und Erstversicherer⁵⁶ verstärkt nach Unternehmensratings nachfragen.
- *Versicherungsvermittler und -makler* sind eine Art Bindeglied zwischen Versicherungsnehmern und Versicherungsgesellschaften. Der Versicherungsnehmer sieht sich oft mit der Auswahl der optimalen Versicherung überfordert und nutzt gerne die Marktkenntnis von Versicherungsvermittlern, die wiederum gerne Versicherungsratings als Unterschützungs- und Argumentationshilfe gegenüber dem Versicherungsnehmer in Anspruch nehmen.
- *Versicherungsunternehmen* sind zwar nicht unmittelbar Träger von Versicherungsentscheidungen, doch zählen sie zu den Kerninteressenten an Versicherungsratings aus mehreren Gründen. Versicherungsgesellschaften haben großes Interesse am Rating ihrer Konkurrenten, da das Rating eine Bewertung deren Produkt- und Unternehmensqualitäten widerspiegelt und somit Aufschluss über den Versicherungsmarkt und die eigenen Marktpositionierung gibt.⁵⁷ Zu den Versicherungsunternehmen zählen auch die Rückversicherer, die Erstversicherer versichern und es ihnen ermöglichen dadurch ihre Kapazitäten zu erhöhen. Dank der Rückversicherungsgesellschaften können Erstversicherer auch jene Fälle versichern, die ohne Rückversicherer ihre finanzielle und wirtschaftliche Kraft

⁵⁵ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 140ff.

⁵⁶ Erstversicherer interessieren sich für die Unternehmensratings als Versicherungsnehmer von Rückversicherern. Erstversicherer haben ein großes Interesse am Rating von Rückversicherern, da die Finanzkraft des Rückversicherers in die Bewertung ihres eigenen Ratings mit einfließt.

⁵⁷ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 141f.

übersteigen würden.⁵⁸ Rückversicherer werden daher ein großes Interesse an Versicherungsratings ihrer Kunden (Erstversicherer) haben, da das Rating ihrer Kunden sich auch auf ihren Markterfolg auswirken kann, denn auch sie werden geratet.⁵⁹ Meist kommt bei Rückversicherungsverträgen ein so genannter Rating-Trigger vor, der das Interesse der Versicherungen an Ratings verstärkt. Dabei handelt es sich um eine Vertragsklausel, die einer Partei die Ergreifung von Schutzmaßnahmen (z.B. Sonderkündigungsklausel) erlaubt, wenn das Rating der Gegenpartei eine bestimmte Grenze unterschreitet. Rating-Trigger bei Rückversicherungsverträgen können sowohl an den Rückversicherer als auch an den Erstversicherer gekoppelt sein.⁶⁰

Alle anderen Interessenten zählt Sönnichsen zur Randgruppe der Versicherungsrating-Interessenten, deren Motive recht unterschiedlich sind.⁶¹ Im Rahmen dieser Arbeit soll nur beispielhaft auf einige wenige kurz eingegangen werden. So nutzt etwa das Management das Rating als eine Bewertung der Unternehmensleistung und somit auch ihrer eigenen Performance.⁶² Immer öfter nutzen auch Aufsichtsinstitionen die Bewertung von Ratingagenturen. Da die Prüfungsinhalte von Ratingagenturen und Aufsichtsbehörden zum Teil sich decken, kann das Rating als eine weitere Risikobewertung verwendet werden, um Versicherungsgesellschaften zu überwachen.⁶³ Aber auch Ratingagenturen selbst interessieren sich „*im Sinne eines Konkurrenzvergleichs*“⁶⁴ für die Versicherungsratings, die von der Konkurrenz erstellt wurden.⁶⁵ Dieser Vergleich dient nicht nur zur Markterkundung, sondern auch um Fälle von so genannten Split Ratings festzustellen.⁶⁶

Nachdem die Fragen nach den Ratingzielen und Ratinginteressenten beantwortet wurde, sollen nun der Ratingmarkt mit den führenden Ratingagenturen dargestellt werden.

⁵⁸ Vgl. Rief (2005), S. 157

⁵⁹ Vgl. Horsch (2006), S. 81f.

⁶⁰ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 28f.

⁶¹ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 140ff.

⁶² Vgl. Horsch (2006), S. 85f.

⁶³ Vgl. Sartorius-Thalborn (1997), S. 17; Romeike (2004), S. 17; Monro-Davies (1996), S. 181f.

⁶⁴ Horsch (2006), S. 84

⁶⁵ Vgl. Horsch (2006), S. 84

⁶⁶ Siehe hierzu Kapitel 4. Unterschiede bei Versicherungsratingergebnissen (Split Ratings).

3.4. Der Ratingmarkt

Vor mehr als 100 Jahren wurde in den USA der Grundstein für den heutigen Ratingmarkt gelegt. Mitte des 19. Jahrhunderts florierte der Eisenbahnbau in den USA - es war die Innovation des Jahrhunderts. In nur zehn Jahren wurden etwa 34.000 km Schienenweg verlegt und bereits um 1860 hatten die USA das längste Schienennetz mit etwa 48.000 km der Welt.⁶⁷ Der Ausbau der Eisenbahnstrecken quer durch das Land erforderten aber enorme finanzielle Mittel, sodass man Eisenbahnanleihen emittierte, um so den wachsenden Kapitalbedarf zu decken. Der Zugang zu Informationen über den Emittenten und seine Kreditwürdigkeit war zu diesem Zeitpunkt für die Kapitalgeber recht schwierig und stellte eine noch unentdeckte Marktnische dar.

Dies erkannte John Moody und gründete im Jahr 1900 die erste Ratingagentur der Welt.⁶⁸ 1909 veröffentlichte Moody sein erstes Rating, er bewertete zunächst nur Eisenbahnanleihen und erweiterte dann seine Bewertungen auf alle Industriefinanzierungen aus. 1916 kam die Standard Statistics Company auf den Ratingmarkt. Ihr folgten dann 1922 die Poor's Publishing Company und 1924 die Fitch Publishing Company. Im Jahre 1941 entstand die Ratingagentur Standard & Poor's als Resultat der Fusion zwischen der Standard Statistics Company und der Poor's Publishing Company.

In den zwanziger Jahren und besonders in der Zeit nach dem Börsenkrach 1929 blühte das Rating-Business. Bereits damals wurden Ratings für Emittenten aus aller Welt erstellt.⁶⁹ Darauf folgte aber Ende der dreißiger Jahre ein Nachfragerückgang nach Ratings. Dennoch erweiterten die Ratingagenturen fortlaufend ihr Bewertungsspektrum vor allem aufgrund der Innovationen auf dem Kapitalmarkt.⁷⁰

Die Globalisierung der Kapitalmärkte in den siebziger Jahren führte dann zu einem erneuten Aufschwung in der Ratingbranche. Im Jahre 1975 wurde der Ratingmarkt durch die US-Börsenaufsicht SEC (United States Securities and Exchange Commission) zum Teil reguliert. Die Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch Ratings wurden durch die SEC in den Rang einer national anerkannten statistischen Rating Organisation der NRSRO (National Recognized Statistical Rating Organization) erhoben. Nur Ratings

⁶⁷ Vgl. Romeike (2004), S. 19

⁶⁸ Vgl. Riedel/Trost/Loges (2004), S.6; Mehr unter Kapitel 3.3.1. Moody's Investors Service

⁶⁹ Vgl. Berbling (1996), S. 26; Gras (2003), S. 10

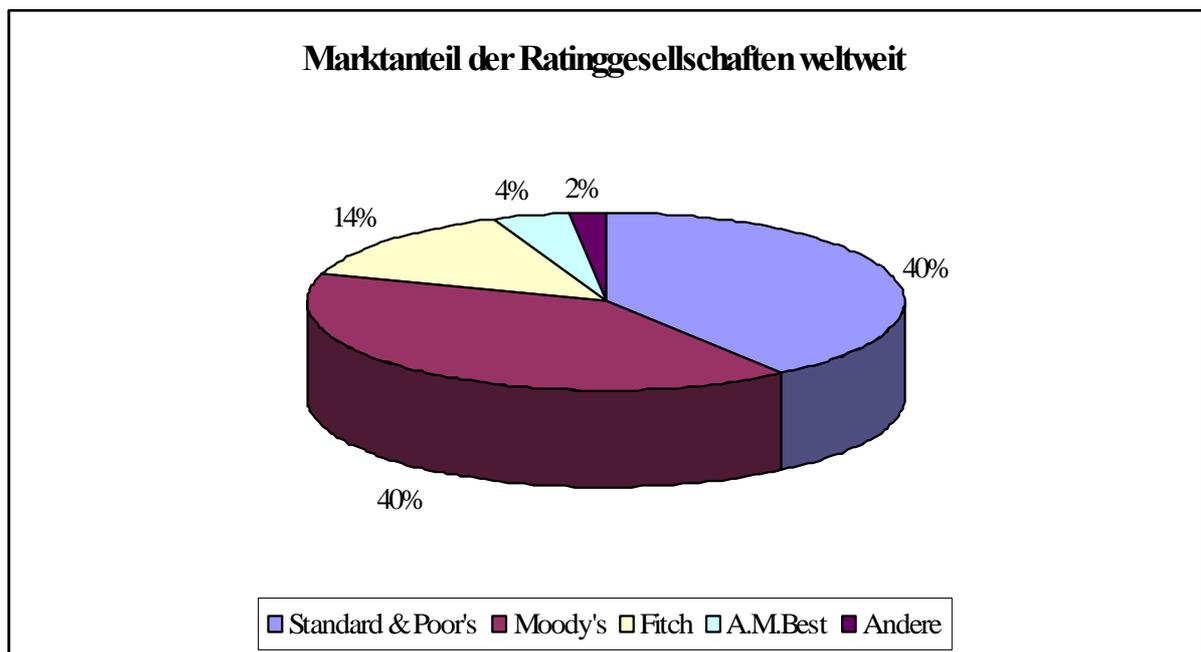
⁷⁰ Vgl. Gorbach (2005), S. 61f.

einer als NRSRO anerkannten Ratingagentur kann seither zu Erfüllung aufsichtrechtlicher Bestimmungen herangezogen werden.⁷¹

In den achtziger Jahren kam es zu einer verstärkten Expansion auf dem Ratingmarkt. Immer mehr Ratingagenturen entschlossen sich auch außerhalb der USA (vor allem in Europa) tätig zu werden.⁷² Mit der steigenden Nachfrage nach Ratings stieg auch die Anzahl der Ratingagenturen.

Mittlerweile gibt es weltweit rund 130 bis 150 Ratingagenturen⁷³, doch Moody's und Standard & Poor's dominieren den Ratingmarkt. Die beiden Ratingagenturen Moody's und Standard & Poor's besitzen insgesamt einen weltweiten Marktanteil von 80 %, sodass manche von einer Art Duopol in der Ratingbranche sprechen.⁷⁴ Nach Moody's und Standard & Poor's kommt lange nichts und dann der dritte Global-Player auf dem Ratingmarkt: Fitch Ratings mit 14 % Marktanteil.

Abbildung 6: Marktanteil der Ratinggesellschaften



Quelle: Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003 (Zugriff am.20.2.2007), S. 7

⁷¹ Derzeit haben nur fünf Ratingagenturen den NRSRO-Status: Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings, A.M. Best und Domino Bond Rating Service.

⁷² Eine detaillierte Darstellung der Entwicklung des Ratingmarktes bietet Gras (2003).

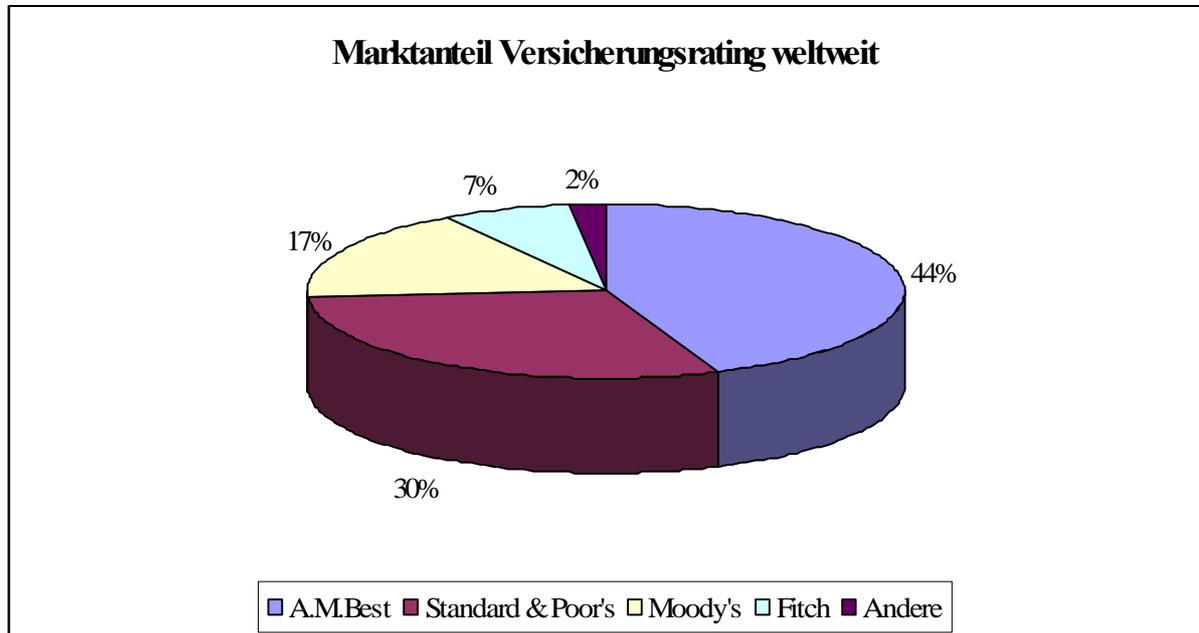
⁷³ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 7

⁷⁴ Vgl. Rosenbaum (2004); S. 5, Gras (2003), S. 15; Riedel/Trost/Loges (2004) S.6

Der Ratingmarkt gilt heute als Oligopol⁷⁵, da er zu 94 % von Moody's, Standard & Poor's und Fitch beherrscht wird (siehe Abbildung).⁷⁶ Diese oligopolistische Marktstruktur ist vor allem auf hohe Eintrittsbarrieren⁷⁷ zurückzuführen.⁷⁸ Die bedeutendste Markteintrittsbarriere auf dem Ratingmarkt ist die der „historischen Reputation“.⁷⁹ Der Ruf und somit der Erfolg einer Ratingagentur hängt sehr stark von der bisherigen Unternehmensgeschichte und der Glaubwürdigkeit ihrer Bewertungsurteile ab. So genießen Moody's, Standard & Poor's sowie Fitch eine ausgezeichnete Reputation aufgrund ihrer langjährigen und erfolgreichen Unternehmensgeschichten, die ihre Marktstellung umso mehr festigt, und es für Newcomer erschwert in ihren Markt einzutreten.⁸⁰

Während die drei großen Ratinggesellschaften Ratings für alle Branchen erstellen, haben sich die restlichen Ratingagenturen stark spezialisiert, so auch die Ratingagentur A.M. Best. Sie beschäftigt sich ausschließlich mit Versicherungsratings und ist absoluter Marktführer (44%) auf diesem Gebiet.

Abbildung 7: Marktanteil Versicherungsrating weltweit



Quelle: Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003 (Zugriff am.20.2.2007), S. 9

⁷⁵ Ein Oligopol ist eine Marktform, bei der es zwar viele Nachfrager, aber nur wenige Anbieter gibt. Ein Oligopol mit genau zwei Anbietern heißt Duopol.

⁷⁶ Vgl. Horsch (2006), S. 107

⁷⁷ Eine detaillierte Erläuterung der Eintrittsbarrieren bietet Champsaur (2005) und Gras (2003).

⁷⁸ Vgl. Horsch (2006), S. 107; Radtke (2005), S. 280

⁷⁹ Vgl. Lürzer/Hagen (2004), S. 472

⁸⁰ Vgl. Gras (2003), S. 15f.

Auch Moody's, Standard & Poor's und Fitch erstellen bereits seit Jahrzehnten Finanzkraftratings für Versicherungsgesellschaften, doch hat hier A.M. Best vor allem am amerikanischen Markt die Nase vorne. A.M. Best ratet fast alle amerikanischen Versicherungsgesellschaften, während es am europäischen Markt eine eher untergeordnete Rolle einnimmt. Mit einem Marktanteil von 30 % nimmt Standard & Poor's den zweiten Platz im weltweiten Versicherungsratingmarkt ein, wobei Standard & Poor's vor allem am europäischen Markt mit etwa 800 Versicherern⁸¹ dominiert.⁸²

Im Folgenden sollen kurz die bedeutendsten Ratingagenturen auf dem Ratingmarkt bzw. auf dem Versicherungsratingmarkt näher vorgestellt werden.

3.4.1. Moody's Investors Service⁸³



John Moody (1868 – 1958) gründete bereits im Jahre 1900 die erste Ratingagentur der Welt: Moody's Investors Service. Im selben Jahr veröffentlichte er sein „Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities“, welches eine Fülle an Informationen, Zahlen, Daten und Fakten über Wertpapiere von Finanzinstituten, staatlichen Institutionen und unterschiedlichen Unternehmen beinhaltet. John Moody hatte eine Marktlücke entdeckt und das Moody's Manual wurde zu einem Bestseller. Im Jahr 1905 veröffentlichte er das monatliche „Moody's Magazin“. Doch nach dem Börsenkrach von 1907 hatte Moody nicht mehr ausreichend Kapital und war daher gezwungen sein Unternehmen zu verkaufen.

Nach nur zwei Jahren, im Jahre 1909, kehrte John Moody wieder zurück auf den Finanzmarkt und hatte eine neue Marktidee. Anstatt nur Informationen über Vermögen, Kapitalisierung und Führung von Unternehmen zu sammeln und zur Verfügung zu stellen, wollte er nun Investoren eine wertende Analyse über Wertpapier vorlegen. So bewertete er 1909 Eisenbahnanleihen und gab Empfehlungen im „Moody's Analyses of Railroad Investments“ über deren Investmentqualität ab. Für seine Schlussempfehlungen verwendete er ein Bewertungssystem mit Buchstabenkombinationen, welches von Kreditauskunfteien schon damals in ähnlicher Form benutzt wurde. Die von John Moody

⁸¹ Vgl. Rief (2005), S. 50

⁸² Vgl. Swiss Re. (2003), S. 9

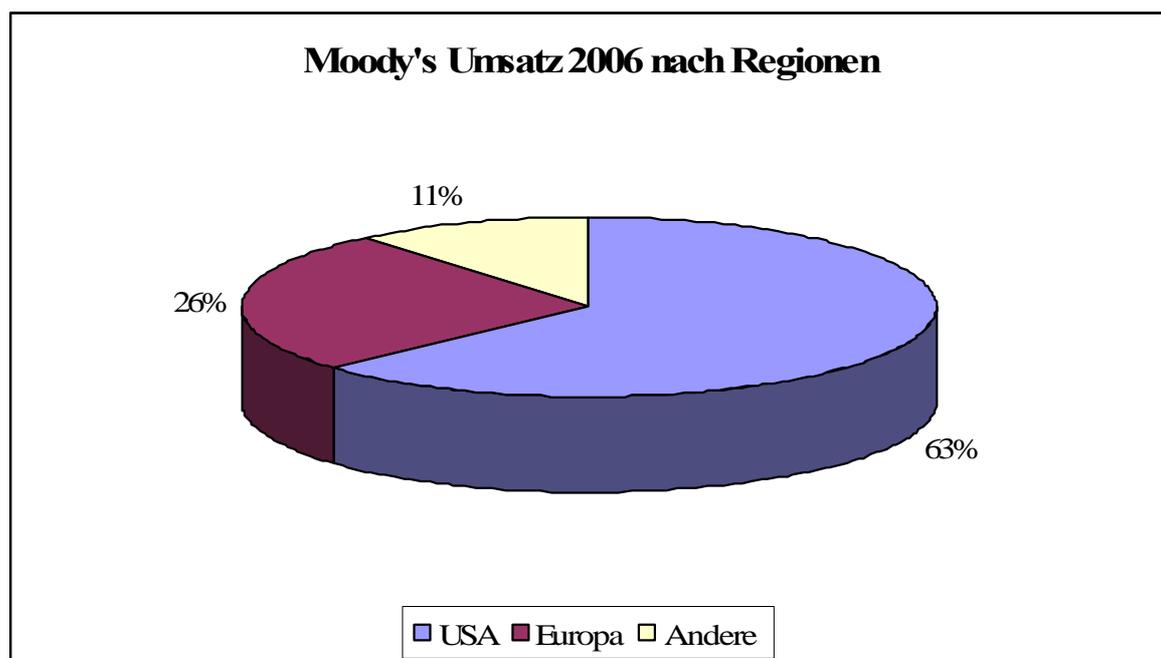
⁸³ Vgl. <http://www.moody.com/moodys/cust/AboutMoody/AboutMoody.aspx?topic=history>

eingeführte Bewertungssymbolik wird noch heute von Ratingagenturen in modifizierter Form verwendet.⁸⁴

Im Jahre 1913 expandierte John Moody und erstellte nun auch Ratings für Industrie- und Versorgungsunternehmen. Im darauf folgenden Jahr gründete er Moody's Investors Service und begann mit dem Raten von Anleihen der öffentlichen Hand (US-Städten und anderen Stadtgemeinden). Fast der gesamte US-Anleihenmarkt wurde bereits im Jahr 1924 von Moody's geratet. Auch während der Weltwirtschaftskrise 1929, als die meisten Anleihen stark fielen, veröffentlichte Moody's seine Ratings und nur wenige der von Moody's gut bewerteten Anleihen hatten Zahlungsschwierigkeiten.

In den siebziger Jahren weitete Moody's seine Tätigkeit aus, indem sie auch kurzfristige Schuldverschreibungen („commercial papers“) und Bankeinlagen in ihr Bewertungssortiment aufnahmen. In den achtziger Jahren fand in der Ratingbranche eine globale Expansion statt, an der auch Moody's teilnahm. Vor allem Mitte der achtziger Jahre fing Moody's an verstärkt außerhalb der USA Fuß zu fassen und eröffnete zahlreiche Niederlassungen weltweit. Seither steigt die Nachfrage nach Moody's Ratings weltweit. Wie die Abbildung 8 verdeutlicht, ist Europa nach den USA der zweit wichtigste Markt für Moody's.

Abbildung 8: Umsatz nach Regionen der Moody's Corporation

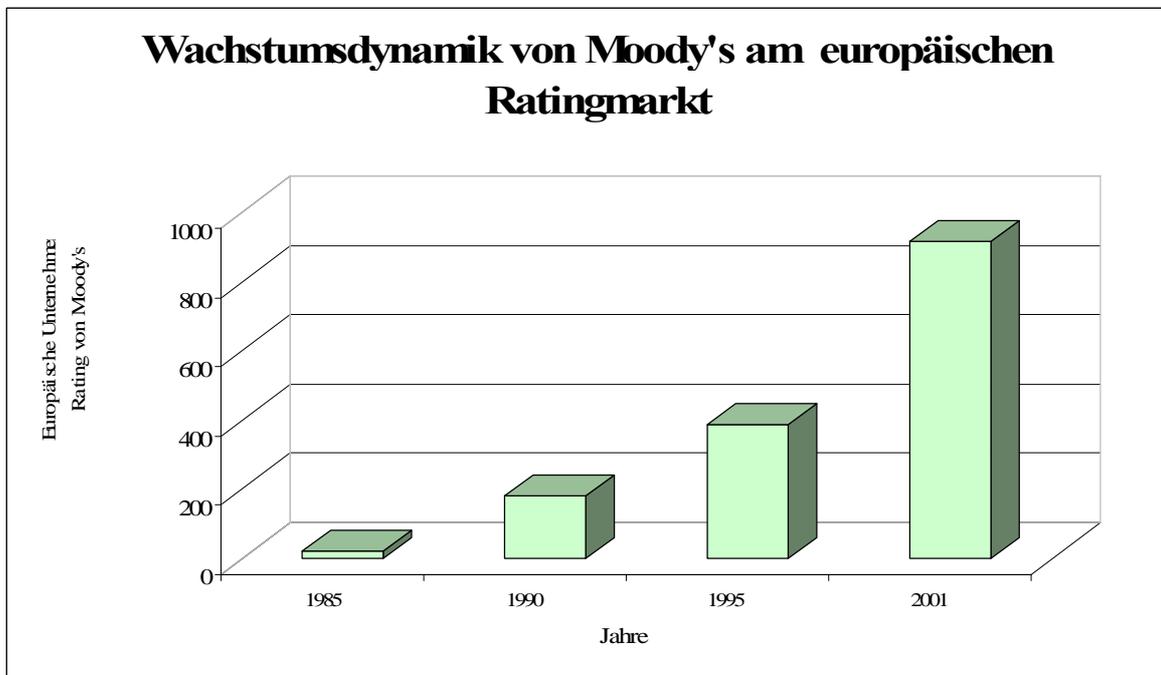


Quelle: Moody's Annual Report 2006, S. 5 (Zugriff am 8.4.2007)

⁸⁴ Siehe hierzu auch Kapitel 2.1.

Die Wachstumsdynamik von Moody's am europäischen Ratingmarkt soll durch die Abbildung 9 veranschaulicht werden.

Abbildung 9: Wachstumsdynamik von Moody's am europäischen Ratingmarkt



Quelle: Behr P./Güttler A., Interne und externe Ratings, 2004, S. 78

Moody's Investors Service zählt heute zu einer der größten und anerkanntesten Ratingagenturen in der Welt. Moody's beschäftigt weltweit mehr als 2.500 Mitarbeiter, darunter mehr als 1.000 Analysten, um Ratings und Analysen über Organisationen, Unternehmen und Staaten für seine Kunden bereitzustellen. Zu seinen Kunden zählen unter anderem Emittenten von öffentlichen Schuldverschreibungen, Versicherungen, institutionelle Investoren, Kapitalgeber, Investmentbanken, Handelsbanken und andere Finanzintermediäre. Moody's Investors Service ist eine Tochtergesellschaft der Moody's Corporation, die an der NYSE notiert und alleine im Jahre 2006 einen Umsatz in der Höhe von US-\$ 2 Mrd. erwirtschaftete.⁸⁵

⁸⁵ Vgl. Moody's Annual Report 2006, S. 2

Standard & Poor's war schon immer innovativ und Vorreiter beim Raten von Anleihen gesicherten Transaktionen, von Finanzierungen von Wertpapieren und von nicht-amerikanischen Versicherungsunternehmen. Durch die Einführung des S&P 500 Index der amerikanischen Börsen erlangte Standard & Poor's im Jahr 1957 großen Bekanntheitsgrad und wurde so zu einer der führenden Ratingagenturen der Welt. Seit 1966 ist Standard & Poor's eine Tochtergesellschaft von dem milliardenschweren Medienkonzern McGraw-Hill. In den siebziger Jahren florierte das Ratinggeschäft in den USA und so auch für Standard & Poor's. Bereits Ende der siebziger Jahre veröffentlichte Standard & Poor's seinen Ratingansatz und sorgte für mehr Transparenz über die Erstellung von Ratings.

Die steigende Nachfrage nach Ratings für den europäischen Kapitalmarkt, lockte im Jahre 1984 Standard & Poor's nach Europa, wo sie in London ihre erste Niederlassung eröffneten. Seit nun mehr als zwanzig Jahren baut Standard & Poor's seine Niederlassungen nicht nur in Europa sondern weltweit auf. Seit 1992 hat Standard & Poor's auch ein Büro in Frankfurt, von wo aus sie Deutschland, Österreich und die Schweiz betreuen.⁸⁸

Weltweit beschäftigt Standard & Poor's mehr als 8.500 Mitarbeiter in 21 Staaten. Alleine im Jahr 2005 veröffentlichte Standard & Poor's mehr als 500.000 Ratings. Nach mehr als 140 Jahren gehört Standard & Poor's zu einem der renommiertesten Ratingagenturen der Welt und versorgt den internationalen Finanzmarkt nach wie vor mit seinen Bewertungen und Analysen. Standard & Poor's ist stets dem Motto - „The investor's right to know“ - von Henry Poor's treu geblieben.

3.4.3. Fitch Ratings⁸⁹



John Knowles Fitch (1880 - 1943) gründete 1913 in New York City die Fitch Publishing Company. John Fitch erlangte sehr schnell großes Ansehen in der Finanzwelt durch die Veröffentlichung des „Fitch Bond Book“, welches eine Beschreibung der wichtigsten US-amerikanischen und kanadischen Anleihen beinhaltete und des „Fitch Stock and Bond Manual“. Im Jahr 1921 veröffentlichte Fitch eine Publikation zum Rating von Banken „The Fitch listings of investment banks and brokers“. Ein Jahr später im Jahre 1922 führte

⁸⁸ Vgl. Romeike (2004). S. 19

⁸⁹ Vgl. <http://www.fitchratings.com/corporate/aboutFitch.cfm?detail=3> (Zugriff am 9.4.2007)

Fitch seine noch heute aktuelle Bewertungsskala von „AAA“ bis „D“ für langfristige Anleihen ein, dessen Rechte Fitch 1960 an Standard & Poor's verkaufte. 1971 führte Fitch die Modifikatoren ‚+‘ / ‚-‘ ein, die heute von den Ratingagenturen verwendet werden um die jeweilige Position innerhalb einer Ratingkategorie zu präzisieren.

Nachdem im Jahr 1989 Fitch saniert wurde, gelang es dem neuen Managements unter der Führung von der Van Kampen Gruppe ein enormes Wachstum für Fitch zu verzeichnen. In den neunziger Jahren wuchs das Unternehmen besonders im Bereich der strukturierten Finanzierungen durch profunde Kredit-Beurteilungen, fundierte Erklärungen von komplexen Darlehensstrukturen und einer rigoroseren Überwachung als seine Konkurrenten.

Durch die Fusion mit IBCA Limited⁹⁰ im Jahr 1997 gelang es Fitch nicht nur internationale Präsenz sondern auch eine Marktabdeckung in den Bereichen Banken, Finanzinstitutionen und öffentliche Hand zu erlangen. Als Folge der Fusion mit IBCA Limited wurde Fitch Eigentum des französischen Mischkonzerns Fimalac S.A. und sieht sich seither als die europäische Ratingagentur unter den großen Ratingagenturen.⁹¹ Dank der Fusion sah sich Fitch nun in der Lage Investoren eine alternative, globale Full-Service Ratingagentur zu bieten. Weitere Übernahmen sollten folgen. Anfang 2000 erwarb die Fimalac S.A. das US-Unternehmen Duff & Phelps Credit Rating Company, welches bereits seit 1932 bestand. Noch im selben Jahr wurde das kanadische Unternehmen BankWatch, das 1978 gegründet wurde, ebenfalls übernommen. Somit entwickelte sich Fitch Ratings zu einem ernst zu nehmenden globalen Konkurrenten für die Ratinggiganten Moody's und Standard & Poor's. Seit 2005 gehört auch das kanadische Unternehmen Algorithmics (gegründet 1989), ein weltweit führender Dienstleister im Bereich Enterprise Risk Management Lösungen für Finanzinstitutionen, zur Fitch Group. Fitch Ratings gründete im Oktober 2006 Derivative Fitch, die erste Ratingagentur die auf die Bewertung von Kreditderivaten spezialisiert ist.

Heute ist Fitch Ratings einer der drei großen international tätigen Ratingagenturen. Weltweit erstellt Fitch Ratings für über 100 Länder, 3.100 Banken, 1.400 Unternehmen,

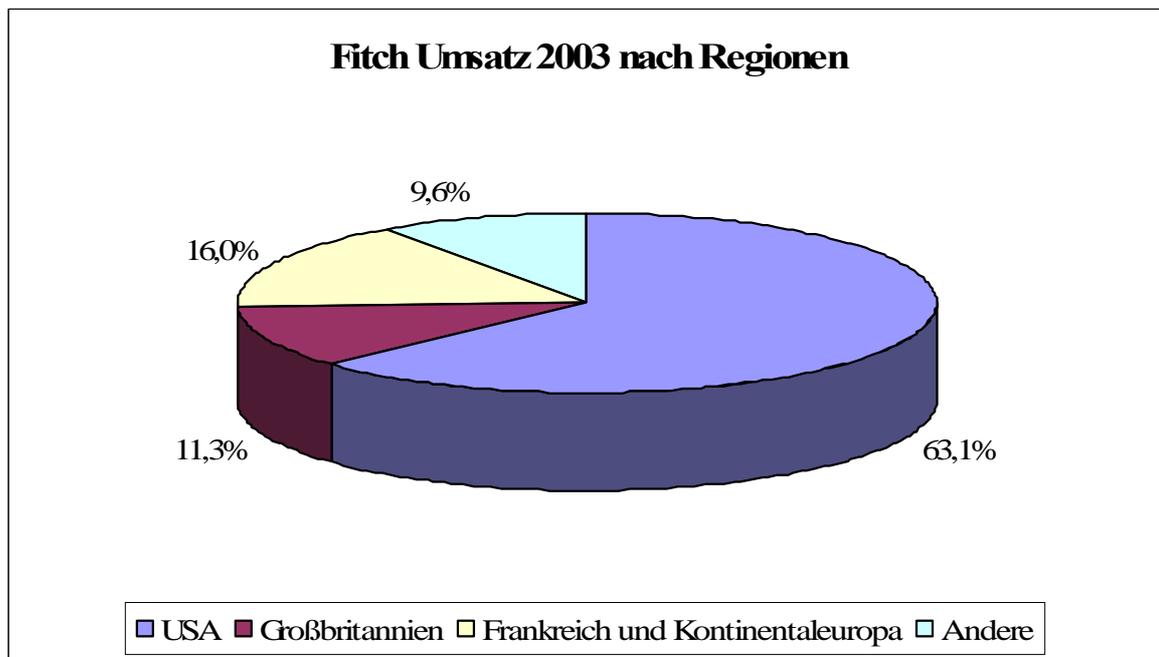
⁹⁰ IBCA Limited wurde im Jahr 1978 in Großbritannien gegründet und war die älteste Ratingagentur Europas für Anleihenemissionen und hatte ebenfalls einen NRSRO-Status.

⁹¹ Vgl. Reder (2004), S. 172f.

10.000 strukturierte Finanztransaktionen und 2.500 Versicherungen, davon 450 in Europa. Auch für Fitch Ratings ist Europa ein wichtiger Absatzmarkt nach den USA.

Im Jahr 2003 verteilte sich der Umsatz von Fitch Ratings nach Regionen wie folgt:

Abbildung 10: Umsatz nach Regionen von Fitch Ratings



Quelle: Fimlac S.A. annual report 2003 (Zugriff am 9.4.2007)

Fitch beschäftigt über 2.100 Mitarbeiter in mehr als 49 Büros weltweit. In Deutschland ist Fitch seit 1999 tätig und koordiniert von dort aus seine Tätigkeit in Österreich und der Schweiz.

3.4.4. A.M. Best⁹²



Im Alter von 21 Jahren gründete Alfred Magilton Best (1876–1958) im Jahre 1899 die A.M. Best Company, die heute älteste auf die Bewertung von Versicherungsunternehmen spezialisierte Ratingagentur der Welt.

Alfred Best veröffentlichte in seinen „Best’s Insurance Reports“ Informationen über die finanzielle Lage von Versicherungsunternehmen, zunächst nur über Schadensversicherer. Er verkaufte innerhalb kürzester Zeit 2.000 Stück seines Buches und hatte somit die

⁹² Vgl. <http://www.ambest.com/about/>

finanziellen Mittel, um zu expandieren. Alfred Best erstellte Formulare für Versicherungsgeschäfte, verfasste Branchenberichte und Fachbücher und gewann immer mehr an Bedeutung.⁹³ Bereits im Jahr 1900 führte er die monatliche Fachzeitschrift "Best's Insurance News and Supplements – Property/Casualty" über Sach- und Unfallversicherer ein, welche der Vorläufer der „Best's Insurance News“ und der „Best's Review“ sein sollte. Im Jahr 1906 veröffentlichte er dann zum ersten mal die "Best's Insurance News and Supplements – Life/Health" und nahm somit auch Lebensversicherungen in sein Angebot auf.

1904 kam es im Bundesstaat Maryland in der Stadt Baltimore zu einem verheerenden Großbrand bei dem weite Teile der Stadt eingeäschert wurden. Dabei kam es zu einem Sachschaden in der Höhe von etwa 50 Millionen Dollar. Alfred Best bestimmte damals den Verlust der Feuerversicherungsgesellschaften. Dadurch erlangte Best hohes Ansehen, und sein Unternehmen erlebte seinen ersten großen Aufschwung.

Eine weitere Katastrophe suchte die USA im April 1906 heim - das San-Francisco-Erdbeben. Aufgrund der medialen Präsenz gingen die Bilder von diesem Erdbeben rund um den Globus. Das Erdbeben und das nachfolgende Feuer, welches tagelang in der Stadt wütete, zerstörten ganze Stadtteile, und führte zu enormen Verlusten von 243 Versicherungen. Alfred Best veröffentlichte 1907 ein „Special Report Upon San Francisco Losses and Settlement“, welches die Auswirkungen auf die Finanzkraft der 243 Versicherungsgesellschaften, die vom San Francisco Erdbeben betroffen waren, analysierte. Nach dieser Publikation stieg der Bekanntheitsgrad von Alfred Best in der Versicherungsbranche enorm an.

Es war Best der 1906 die erste alphabetische Ratingskala für Versicherungsunternehmen entwickelte. Die A.M Best Company begann damals schon mit der Erstellung von Ratings für Sach- und Unfallversicherer und veröffentlichte seine Ergebnisse in einem kleinen Handbuch - dem „Best's Key Rating Guide“, das vor allem bei Geschäftsleuten und Banken großen Anklang fand und in der Versicherungsbranche zu heftigen Diskussionen führte.⁹⁴ Seit 1928 erstellt A.M. Best auch Ratings für Lebensversicherungsgesellschaften. In den folgenden Jahren brachte A.M. Best eine Reihe von weiteren Publikationen auf den Markt: "Best's Directory of Insurance Attorneys" (1928), „Best's Directory of Adjusters

⁹³ Vgl. Reder (2004), S. 168

⁹⁴ Vgl. Hirschmann/Romeike (2004), S. 150f.

and Investigators” (1930), “Best's Aggregates & Averages - Property/Casualty” (1940), “Best's Insurance News Digest”⁹⁵ (1953), “Best's Executive Data Service”⁹⁶ (1964), “Best's Loss Control Manual“ (1968), “Best's Underwriting Guide“ (1974), “Best's Insurance Filings Services”⁹⁷ (1975) – und viele andere Publikationen folgten bis heute. Seit den neunziger Jahren sind auch Publikationen auf CD-ROM verfügbar und mit “BestWire” ermöglichte A.M. Best seinen Kunden den Zugriff auf Daten per Mausklick über das World Wide Web. Heute veröffentlicht die A.M. Best Company regelmäßig etwa 50 Publikationen.

A.M. Best konzentrierte sich bis Ende der neunziger Jahre auf den amerikanischen Versicherungsmarkt, sodass sie erst im Jahre 1997 in London A.M. Best Europe Ltd. gründeten und so einen Schritt in Richtung globale Expansion wagten. A.M. Best ist weltweit absoluter Marktführer bei Versicherungsratings und im Besonderen in den USA, da es sich ausschließlich mit dem Rating von Versicherungsunternehmen beschäftigt. Während die drei führenden Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's und Fitch Ratings für alle Branchen erstellen und mit den Versicherungsratings erst in den siebziger bzw. achtziger Jahren begonnen haben. Doch führt in Europa eindeutig Standard & Poor's im Bereich der Versicherungsratings.⁹⁸ Der Hauptgrund hierfür liegt wohl darin, dass sich A.M. Best erst so spät an der weltweiten Expansion der Ratinggesellschaften beteiligt hat.

Im Jahr 1999 erwarb A.M. Best die kanadische Versicherungsratingagentur TRAC, die sie dann in A.M. Best Canada Ltd. umbenannten. Nach nur vier Jahren wurde die Niederlassung in Toronto 2003 geschlossen.⁹⁹

Im Jahr 2000 erfolgte die Gründung von A.M. Best Asia-Pacific in Hong Kong, um auch im asiatisch-pazifischen Raum Fuß zu fassen.

A.M. Best beschäftigt heute mehr als 400 Analysten, Statistiker und andere Experten, die mit ihren Ratings und Analysen über mehr als 7.500 Versicherungsunternehmen die Finanzwelt versorgen.¹⁰⁰

⁹⁵ Heute erscheint dieser wöchentliche Newsletter unter dem Namen „BestWeek“.

⁹⁶ Heute bekannt unter dem Namen „Best's State/Line Reports“.

⁹⁷ Heute bekannt unter dem Namen „Best's State Rate Filings“.

⁹⁸ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 10

⁹⁹ Vgl. http://en.wikipedia.org/wiki/A.M._Best

¹⁰⁰ Vgl. Hirschmann/Romeike (2004) S. 151

3.4.5. Überblick über führenden Ratingagenturen

Tabelle 3: Führende Ratingagenturen im Überblick

Die vier großen auf Versicherungsunternehmen spezialisierten Ratingagenturen				
	A.M.Best	Fitch Ratings	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
Logos				
Anfänge	Alfred M. Best 1899	John K. Fitch 1913	John Moody 1900	Henry V. Poor 1860
Erste Publikation	1900	1913	1900	1860
Erstes Rating	1906	1924	1909	1916
Hauptsitz	USA	USA & UK	USA	USA
Wichtige Mergers & Acquisitions	1999: TRAC	1997: IBCA Ltd. 2000: Duff&Phelps; Thomson Bank Watch	-	1941: Fusion zu Standard & Poor's 2000/2001: Canadian Bond Rating Services
NRSRO-Status seit	2005	1975	1975	1975
Inhaber	unabhängig und in Privatbesitz	FIMALAC S.A. (franz. Mischkonzern gegr. 1991)	unabhängig und öffentlich gehandelt (NYSE)	McGraw-Hill (Verlagswesen und Medien seit 1966)
Anzahl Mitarbeiter	400+	etwa 1.500	etwa 2.500	etwa 8.500
Analysten	100+	850+	1.000+	1500+
Versicherungs- analysten	100+	35	etwa 60	100+
Vertretungen	3	49	25	31
Solicited ratings	Ja ("interactive") primär Financial Strength Ratings	Ja	Ja	Ja ("interactive") primär Credit Ratings
Unsolicited ratings	Praktisch ja ("pd-ratings")	Praktisch ja ("q-ratings")	Ja	Praktisch ja ("pi-ratings")
Bewertete Wirtschaftszweige	Erst-/Rück- Versicherungen	alle	alle	alle
Website	ambest.com	fitchratings.com	moodys.com	standardpoors.com

Quelle: Horsch A., Rating in der Versicherungswirtschaft, 2006, S 102;
Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003 (Zugriff am.20.2.2007), S. 7

3.5. Ratingverfahren

In diesem Kapitel wird zunächst der Erstellungsprozess von Versicherungsratings dargestellt. Anschließend sollen kurz die unterschiedlichen Ansätze der führenden Ratingagenturen durchleuchtet werden.

Bevor ein Ratingverfahren seinen Lauf nimmt, müssen diverse Schritte seitens des Initiators gesetzt werden. Wie bereits schon erläutert, unterscheidet man zwischen beantragten (Solicited) Ratings und nicht beantragten (Unsolicited) Ratings. Bei Unsolicited Ratings¹⁰¹ wird die Ratingagentur nicht vom zu bewertenden Unternehmen beauftragt, sondern agiert entweder auf Anfrage Dritter oder von sich selbst aus. Hierbei stehen der Ratingagentur nur öffentlich zugängliche Informationen zur Verfügung. In den USA ist dies nicht unbedingt ein großes Hindernis, da eine Vielzahl von Unternehmensinformationen in der Bilanz verpflichtend zu veröffentlichen sind. In Europa gilt jedoch eine restriktivere Bilanzpublizität, daher haben europäische Bilanzen einen geringeren Informationsgehalt als das amerikanische Pendant.¹⁰² Solicited Ratings sind aber eher der Regelfall. Daher wird im weiteren Verlauf der Ratingprozess eines beantragten Ratings erläutert.

Im Fall von Solicited Ratings sollte sich das Unternehmen, das sich einem Rating unterziehen möchte im Vorfeld auf die Unternehmensbewertung vorbereiten. Bei der Auswahl der Ratingagentur sollte man sich nicht nur vom Kostenfaktor¹⁰³ leiten lassen, sondern darauf achten, dass man sich für eine Ratingagentur entscheidet, die als verlässlich und vertrauenswürdig gilt, ein offenes und transparentes Verfahren anwendet, und die den angestrebten Nutzen erbringen kann.¹⁰⁴ Mit dem Abschluss eines Ratingvertrages beginnt der eigentliche Erstellungsprozess von einem Rating.

¹⁰¹ Werden auch PI-Ratings (Public Information Ratings), PD-Ratings (Public Data Ratings) oder Q-Ratings genannt.

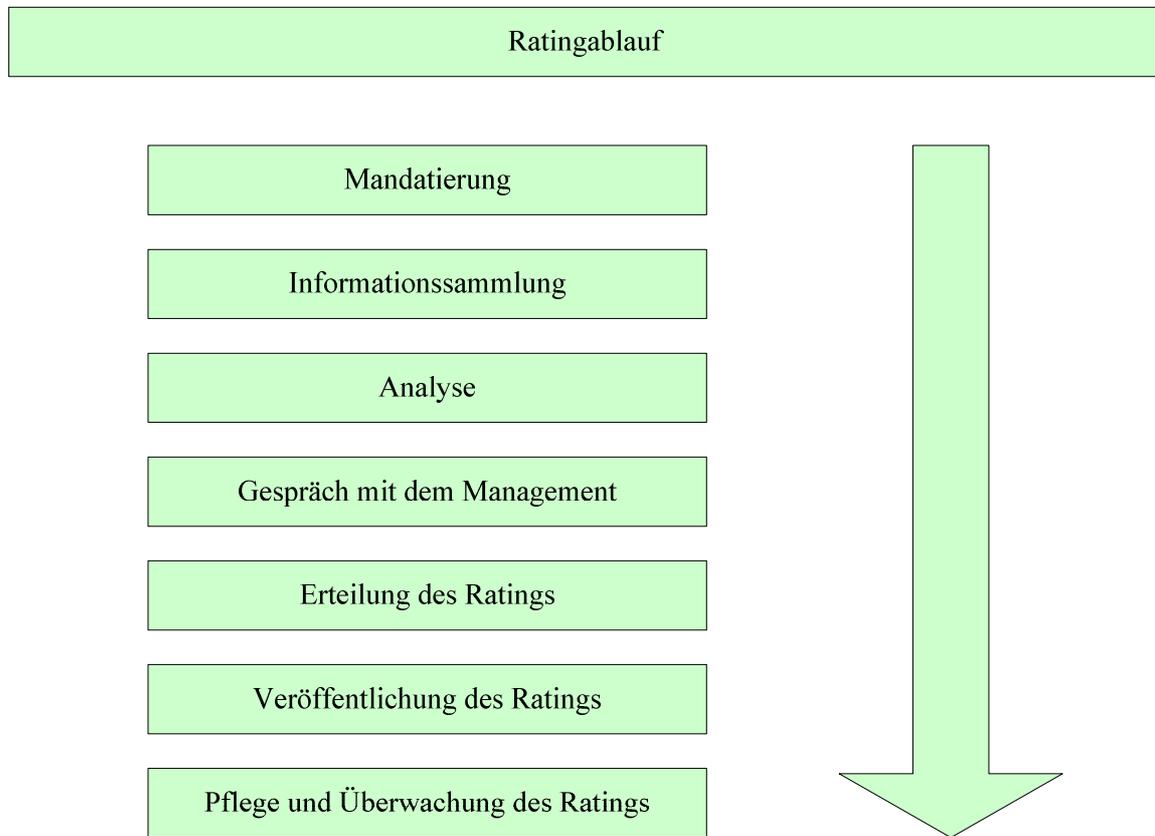
¹⁰² Vgl. Gorbach (2005), S. 68

¹⁰³ Ein Versicherungsunternehmen, das sich von einer Ratingagentur bewerten lässt, muss eine Jahresgebühr entrichten, die sich nach der Größe und Komplexität des Unternehmens richtet. Diese Gebühr kann zwischen 5.000 und 1.000.000 USD liegen. Mehr hierzu in Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003.

¹⁰⁴ Vgl. Piwald (2004), S. 40f.

Der Ratingprozess ist von Ratingagentur zu Ratingagentur unterschiedlich, doch haben alle folgenden Ablauf gemein:¹⁰⁵

Abbildung 11: Ratingablauf



Bevor der Ratingvertrag abgeschlossen wird, findet für gewöhnlich ein Informationsgespräch zwischen der Ratingagentur und der zu bewertenden Versicherungsgesellschaft statt. Im Zuge dieses Gesprächs erläutert die Ratingagentur ihre Vorgehensweise, die Anforderungen und das Ziel des Ratingverfahrens dem Management. Der Ratingauftrag der Versicherungsgesellschaft wird von der Ratingagentur geprüft und angenommen, wenn die Durchführbarkeit eines Ratingverfahrens als gesichert bewertet wird.

Sobald der Ratingvertrag abgeschlossen ist, wird der Auftrag an ein Analyistenteam weitergeleitet, das mit der Betreuung der Versicherungsgesellschaft und der Koordinierung des Ratingablaufes beauftragt ist. Diese Aufgabe wird vorwiegend durch einen „Lead Analyst“ im Analyseteam durchgeführt, der die Verantwortung für die Raterstellung trägt. Die Zusammenstellung der relevanten Unterlagen und Informationen ist eine

¹⁰⁵ Vgl. Piwald (2004), S. 40; Sönnichsen (1992), S. 216

bedeutende Aufgabe des Analyseteams. Hierbei werden zunächst öffentlich zugängliche Informationen von nationalen und internationalen Organisationen¹⁰⁶ gesammelt und ausgewertet. Zusätzlich zu diesen Informationen bereitet das zuratende Unternehmen diverse interne Unterlagen¹⁰⁷ für die Ratingagentur vor, die unbedingt auf ihren Wahrheitsgehalt von der Ratingagentur kritisch zu überprüfen und zu hinterfragen sind.

Basierend auf all diesen Informationen erstellt das Analystenteam einen Fragenkatalog, der dem Management zur Vorbereitung auf das Analysegespräch vorgelegt wird. Gleichzeitig sollte das Analystenteam die bisher gesammelten Unterlagen auswerten, um so optimal auf das Analysegespräch mit dem Management vorbereitet zu sein. Durch das persönliche Gespräch mit dem Management, das meistens vor Ort beim Unternehmen selbst stattfindet, kann sich die Ratingagentur ein besseres Bild vom Unternehmen und den Fähigkeiten des Managements selbst machen. Da das Management sehr daran interessiert ist ein „gutes Rating“ zu erhalten, werden sie im Rahmen dieses Gespräches bereit sein alle relevanten Informationen, auch wenn es sich hierbei um vertrauliche Informationen handelt, der Ratingagentur zur Verfügung zu stellen. Je nach dem ob es sich um ein Erstrating oder ein Folgerating handelt, kann dieses Gespräch mit dem Management ein bis mehrere Tage lang andauern.

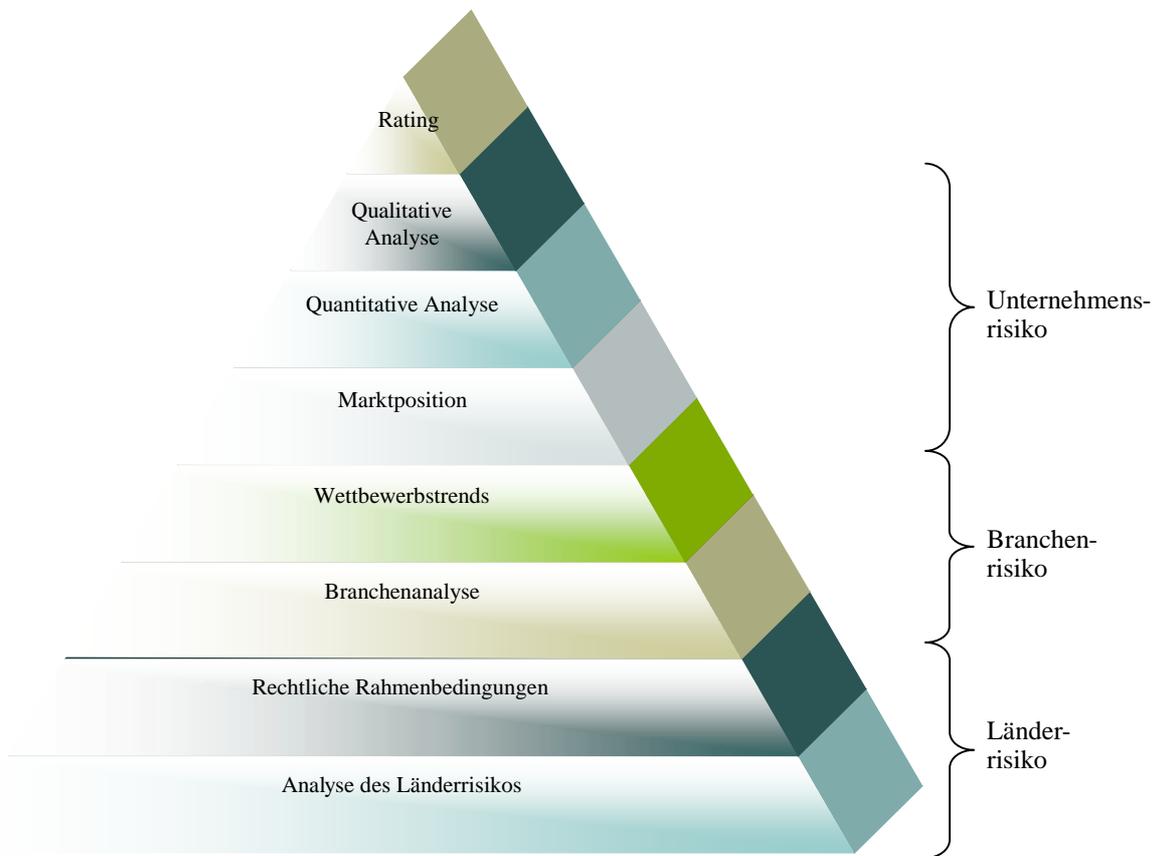
Die Phase der Informationsbeschaffung ist von immenser Bedeutung für das Ratingergebnis, da die Qualität des Ratingurteils letztendlich nur so gut sein kann, wie die ihr zugrunde liegenden Informationen.

Hinsichtlich der Bewertungsmethoden, der Bewertungskriterien und deren Gewichtung unterscheiden sich die Ratingagenturen im Detail. Doch haben sie im Rahmen der Analyse auch Gemeinsamkeiten wie die grundsätzliche Struktur von Bewertungskriterien (siehe Abbildung 12).

¹⁰⁶ Z.B. : Wirtschaftsberichte, statistische Daten, Wirtschaftsvergleiche, Branchenberichte, Zukunftsprognosen von Organisationen wie der OECD, dem IMF, der UNO; der EU; Veröffentlichungen von Wirtschaftsforschungsinstituten, Kammern, Universitäten, Wirtschafts- und Versicherungsverbänden, dem Statistischen Zentralamt; Untersuchungen von Markt- und Meinungsforschungsinstituten; Medien, Fachpublikationen; veröffentlichte Geschäftsberichte und Jahresabschlüsse; Verkaufs- und Werbeunterlagen; Tarife und Produktbeschreibungen usw.

¹⁰⁷ Z.B.: Rechtsgrundlagen, Statuten und Vertragswerke, Unterlagen über das Management, Unterlagen zur Organisation, Unterlagen zum Personal, Unterlagen zur Finanzierung, Unterlagen zum Absatz, Unterlagen und Dokumentation des Rechnungswesen, usw.

Abbildung 12: Bewertungskriterien im Rahmen eines Ratingverfahrens



Quelle: Romeike, Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, S. 34;
Berblinger, Marktakzeptanz des Rating durch Qualität, 1996, S. 64

Die Bewertungskriterien können in drei Ebenen eingeteilt werden:

a) Analyse des Länderrisikos

Die Analyse des Länderrisikos ist nicht nur die Basis der Finanzkraftanalyse, sondern stellt auch einen sehr bedeutenden Faktor im Rahmen des Ratingverfahrens dar. Da das Länderrating die Obergrenze („sovereign ceiling“) für alle Ratings, die ein Unternehmen mit Sitz in dem betreffenden Land erreichen kann, darstellt.

Diese Handhabung wird damit begründet, dass die wirtschaftlich Entwicklung und Finanzkraft eines Versicherungsunternehmens immer im Zusammenhang mit dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld zu analysieren ist, da das Unternehmen letztlich der Hoheitsgewalt des Sitzstaates unterliegt.¹⁰⁸ Auch rechtliche Rahmenbedingungen sind im Rahmen eines Ratingverfahrens in die Analyse mit einzubeziehen, wobei man

¹⁰⁸ Vgl. Berblinger (1996), S. 64

aufgrund der Globalisierung und Internationalisierung besonders darauf achten muss, welches Recht überhaupt anwendbar ist.¹⁰⁹

b) Analyse des Branchenrisikos

In dieser Phase werden die gegenwärtige Situation der Branche und deren Entwicklungspotential sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene in den Mittelpunkt der Bewertung gerückt. Hierbei werden die branchenspezifischen Risiken abgeschätzt und vor allem die Konkurrenzsituation näher analysiert. Materien der Branchenanalyse bei Versicherungsunternehmen sind im Rahmen des Ratingverfahrens folgende:¹¹⁰

- Wachstumsmöglichkeiten
- Marktzugangsbeschränkungen
- Marktmacht von Anbietern und Nachfragern
- Wettbewerbsintensität
- Volatilität der Marktsegmente
- Wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen
- Versicherungstechnische Einflussfaktoren

c) Analyse des Unternehmensrisikos

Die Unternehmensanalyse bildet den Kern bei der Ermittlung eines Finanzkraftratings. In diesem Zusammenhang fließen die Marktposition, das Geschäftsprofil und die Wettbewerbsfähigkeit des Versicherungsunternehmens, welche einen wesentlichen Anteil am langfristigen Unternehmenserfolg ausmachen, in die Analyse mit ein. Bewertet werden vor allem Wachstumserwartungen, die Entwicklung des Marktanteils sowohl insgesamt als auch in den wesentlichen Versicherungssparten sowie der Grad der Risikodiversifikation nach Sparten, Märkten Vertriebswegen und Produkten.¹¹¹

Im Zentrum steht die Ermittlung des Unternehmenserfolges, welches auf zwei Weisen ermittelt werden kann – mit Hilfe quantitativer und qualitativer Analysen.

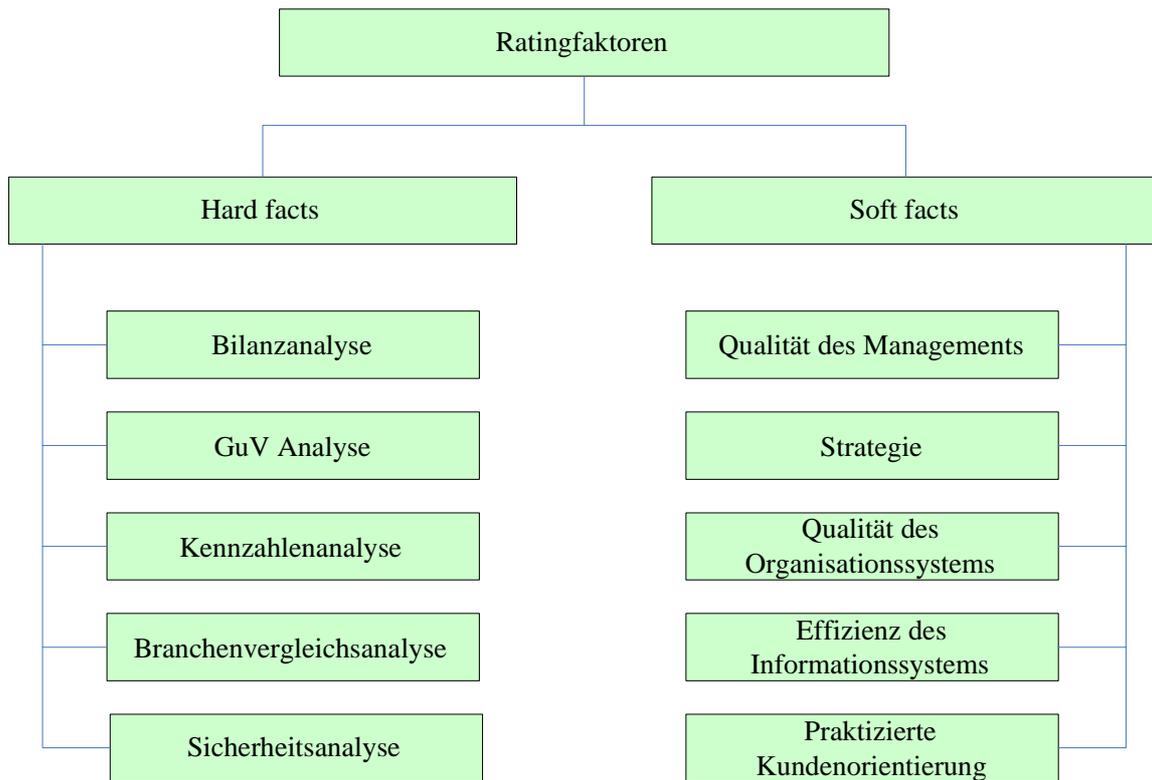
Während im Rahmen der quantitativen Analyse so genannte „hard facts“ für die Ermittlung der Ertragskraft des Versicherungsunternehmens herangezogen werden, dienen bei der qualitativen Analyse „soft facts“ um eine Aussage über die Finanzkraft der Versicherung zu treffen (siehe Abbildung 13).

¹⁰⁹ Vgl. Piwald (2004), S. 42

¹¹⁰ Vgl. Romeike (2004), S. 34

¹¹¹ Vgl. Romeike (2004), S. 34f.; Berblinger (1996), S. 66

Abbildung 13: Ratingfaktoren



Quelle: Nagel K./Stalder J., Rating, 2002, S. 12

Bei der quantitativen Analyse werden Daten und Fakten vorwiegend aus den Jahresabschlüssen der vergangenen fünf Jahre und die Plandaten der nächsten zwei bis drei Jahre herangezogen, um eine Einschätzung über die Erfolgskraft und Wachstumskraft des Versicherungsunternehmens treffen zu können.¹¹² Die Durchführung der quantitativen Analyse ist kostengünstig, genau und schnell. Doch es fließen nicht nur Zahlen in die Beurteilung mit ein, sondern die vom Unternehmen verfolgte Bilanzpolitik wird ebenso bewertet.

Ganz besondere Bedeutung im Rahmen der quantitativen Analyse hat die Sicherheitsanalyse. Der Abschluss einer Versicherung erhöht zwar nicht objektiv die Sicherheit des Versicherungsnehmers, trägt aber subjektiv zu einem Sicherheitsgefühl der Kunden bei. Daher ist es umso wichtiger, dass die Existenz des Versicherungsunternehmens nicht in Frage gestellt wird, da sonst dieses „immaterielle und abstrakte Gut“ nicht dem Kunden vermittelt werden kann.¹¹³ Über den Sicherheitsgrad

¹¹² Vgl. Sönnichsen (1992), S. 233ff.; Romeike (2004), S. 34f.

¹¹³ Vgl. Sönnichsen (1992), S. 234f.

eines Versicherungsunternehmens kann man zum Beispiel durch Art, Umfang und Qualität der Kapitalanlagen, durch die Kapitalanlagestrategie, insbesondere durch die Mischung und Streuung Aufschluss gewinnen. Die Kapitalausstattung eines Versicherungsunternehmens ist eine weitere Information in diesem Zusammenhang, die für eine Ratingagentur bei der Ermittlung der Finanzkraft des Versicherers eine Rolle spielt. Bei der Beurteilung der Eigenkapitalausstattung verwenden alle großen Ratingagenturen ein ausgeklügeltes Kapitaladäquanzmodell. Zusätzlich zu dieser Kennzahlermittlung werden meist qualitative Faktoren wie z.B. Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten sowie Korrekturen aufgrund besonderer Risiken seitens des Analystenteams berücksichtigt und vor diesem Hintergrund erst interpretiert.¹¹⁴

Bei der Unternehmensanalyse spielt selbstverständlich die finanzielle Flexibilität und somit die ausreichende Liquidität eines Versicherers eine wesentliche Rolle für die Beurteilung der Finanzkraft und den gesicherten Unternehmensfortbestand eines Versicherungsunternehmens. Die Ratingagenturen verwenden bei der Bewertung der Liquidität in der Regel Cashflow-Analysen. Dabei unterscheidet man einen „Underwriting Cashflow, der sich aus dem reinen Versicherungsgeschäft ergibt und dem „Total Operating Cashflow“, der auch Zahlungen aus dem Kapitalanlagebereich mit einfließen lässt. In der Regel haben Lebensversicherungsunternehmen einen ziemlich stabilen Cashflow, während Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen einen verhältnismäßig schwankenden Cashflow aufweisen, der in einer Wechselbeziehung zum versicherungstechnischen Ergebnis steht.¹¹⁵

Neben der quantitativen Analyse werden im Rahmen der qualitativen Analyse die „soft facts“ des Versicherungsunternehmens bewertet. Die Ermittlung von „soft facts“ wird vorwiegend aus Gesprächen mit dem Management gewonnen und ist nicht quantifizierbar wie im Rahmen der quantitativen Analyse. Ratingagenturen bewerten hierbei zum Beispiel die Erfahrung und die Qualität des Managements, die Unternehmensstrategie, das vorhandene Marktpotenzial sowie die unternehmerische Flexibilität bei Veränderungen der Marktgegebenheiten.¹¹⁶ Die Berücksichtigung von qualitativen Faktoren erfordert ein sehr gut ausgebildetes Analystenteam und ist daher auch oftmals teurer als rein quantitative

¹¹⁴ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 17 und S. 36

¹¹⁵ Vgl. Romeike (2004), S. 35

¹¹⁶ Vgl. Romeike (2004), S. 35f.

Analysen.¹¹⁷ Zudem ist die qualitative Analyse sehr subjektiv, doch bietet sie zusätzliche Vorteile, wie zum Beispiel das es mit einem Modell nicht möglich wäre eine Branche, die Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken eines Unternehmens qualitativ zu beurteilen, das vermag nur ein Analyst, der auch¹¹⁸ in der Lage ist eben die oben aufgezählten „soft facts“ mit zu berücksichtigen.¹¹⁹ Ratingagenturen sind der Ansicht, dass gerade diese Faktoren viel über die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen aussagen.

Innerhalb eines Zeitraums zwischen vier bis sechs Wochen wird ein Ratingbericht mit einer Ratingempfehlung erstellt, welches dem Rating-Komitee vorgelegt wird. Das Rating-Komitee besteht meist aus vier bis fünf erfahrenen Analysten, die gemeinsam eine Bewertung und Entscheidung über das Ratingurteil treffen.

Nachdem seitens des Rating-Komitees ein Ratingurteil gefällt wurde, wird dem Unternehmen stets die Möglichkeit gegeben dem Ratingurteil zu widersprechen und durch die Bereitstellung zusätzlicher Informationen eine Verbesserung des Ratings herbei zu führen. Wenn das Unternehmen mit dem Ratingergebnis unzufrieden ist, kann es sich auch gegen eine Veröffentlichung aussprechen. In diesem Fall erfährt niemand weder vom Ratingverfahren noch vom Ratingurteil. Entspricht das Rating den Vorstellungen des Managements so wird das Rating durch die Ratingagentur sowie durch Pressemitteilungen meist über elektronische Medien veröffentlicht. Meistens erhält das geratete Unternehmen einen mehrseitigen, detaillierten Ratingbericht, den es für interne Zwecke nutzen kann.

Der Ratingprozess ist damit aber noch nicht beendet. Finanzkraftratings unterliegen einer kontinuierlichen Beobachtung durch die Ratingagentur. Aufgrund der fortlaufende Pflege und Überwachung des Ratings wird das Versicherungsunternehmen einmal jährlich einer umfassenden Analyse unterworfen, da Ratingagenturen für die Aktualität des Ratings verantwortlich sind. Sollte eine Änderung des Ratings notwendig sein, wird zunächst der Versicherer verständigt. Nach intensivem Dialog zwischen der Ratingagentur und der Versicherungsgesellschaft wird dann das neue Ratingergebnis veröffentlicht. Im Fall eine Verschlechterung des Ratings kommt es zu einer Herabstufung gegen dessen Veröffentlichung das Versicherungsunternehmen meist nichts unternehmen kann.¹²⁰

¹¹⁷ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 13

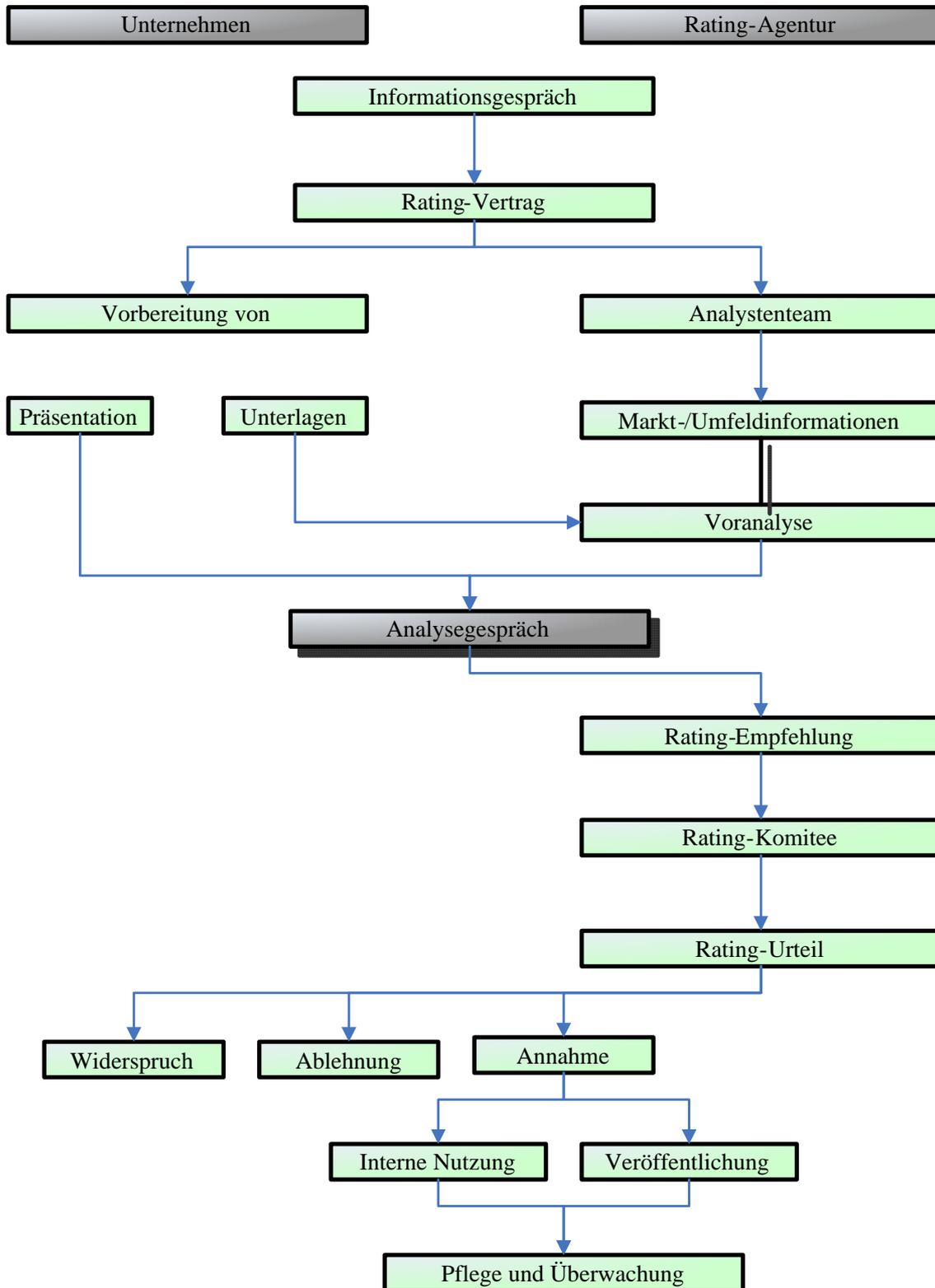
¹¹⁸ Vgl. Piwald (2004), S. 43

¹¹⁹ Für mehr siehe Swiss Re. sigma Nr. 4/2003, S. 13.

¹²⁰ Vgl. Sartorius-Thalborn (1997), S. 61ff.; Romeike (2004), S. 24f; Piwald (2004) S. 40ff.

Die folgende Darstellung soll noch einmal den Ratingablauf veranschaulichen:

Abbildung 14: Schematische Darstellung des Ratingprozesses



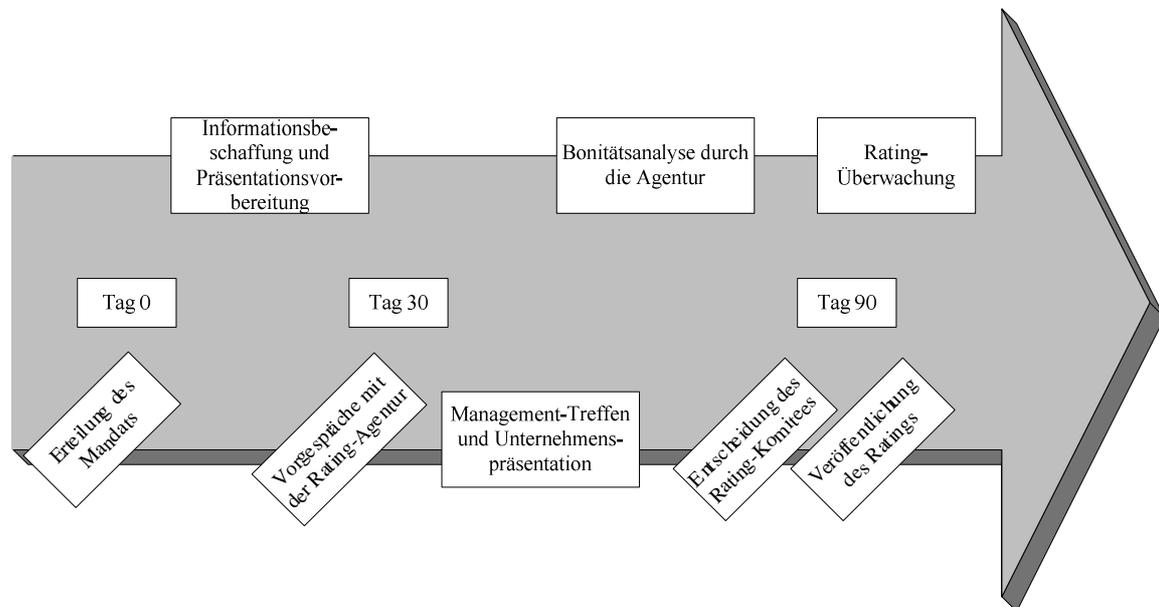
Quelle: Hirschmann/Romeike, Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, S. 24

3.5.1. Moody's Ansatz

Der Ratingprozess bei Moody's unterscheidet sich im Kern gering von dem allgemeinen Ratingablauf, der im Kapitel 3.5. dargestellt wurde.

Das Ratingverfahren nach Moody's läuft nach folgendem Schema ab:

Abbildung 15: Ratingablauf bei Moody's



Quelle: Dimitrakopoulos/Spahr, Ablauf des Ratingverfahrens bei internationalen Ratingagenturen, 2004, S. 217

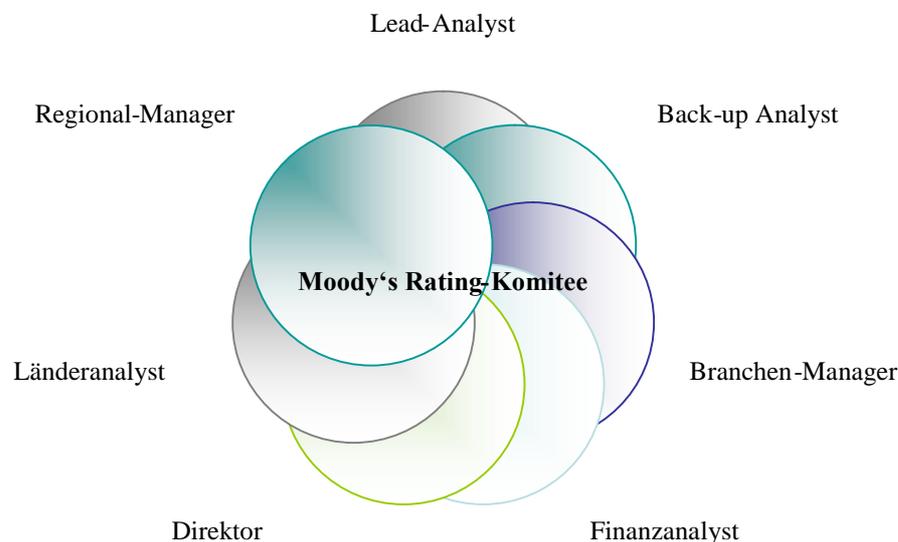
Im Wesentlichen erfolgt das Ratingverfahren bei Moody's wie folgt:¹²¹

- Ein oder mehrere *informelle Vorgespräche* finden zwischen der Ratingagentur und dem Versicherungsunternehmen statt, um das zu ratende Unternehmen auf das Rating im Hinblick auf die einzelnen Ratingphasen, die benötigten Unterlagen, die Schwerpunkte des Ratinggesprächs sowie die Dauer und die Kosten des Ratings vorzubereiten.
- Die *analytische Vorbereitung* dient vor allem der Informationsaufbereitung. In dieser Phase kann sich das Unternehmen auf das Ratinggespräch vorbereiten und das Ratinghandbuch fertig machen.

¹²¹ Vgl. Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S. 216f.

- Im Rahmen des *Ratinggespräches* erhält das Moody's Analystenteam einen umfassenderen Einblick in das Unternehmen und somit ein umfassenderes Verständnis von dessen Strategie und Planung.
- Die eigentliche *Analyse* erfolgt durch die Analysten auf der Grundlage der im Ratinghandbuch und in den Präsentationen enthaltenen Informationen.
- Die *Ratingentscheidung* wird auch hier vom Rating-Komitee gefällt. Ein Rating-Komitee könnte wie in Abbildung 16 zusammengesetzt sein:

Abbildung 16: Beispielhafte Zusammensetzung eines Rating-Komitees



Quelle: Berblinger, Marktakzeptanz des Rating durch Qualität, 1996, S. 58

- Die *Mitteilung des Ratings* erfolgt sodann an das Unternehmen.
- Die *Veröffentlichung des Ratings* wird mit dem gerateten Unternehmen abgestimmt, sodass keine vertraulichen Informationen an die Öffentlichkeit gelangen können.
- Die letzte Phase stellt die fortlaufende *Ratingüberwachung* dar.

Die Bewertung der Finanzkraft eines Versicherers erschöpft sich nicht in der quantitativen Analyse von Kennzahlen, sondern es wird vielmehr eine grundlegende Analyse des Unternehmens vorgenommen, die auch qualitative Aspekte mit einschließt.

Moody's quantitative Analyse basiert auf Listen mit besonders wichtiger Kennzahlen, wie die „Top Ten Ratios“ für Schaden- und Unfallversicherer sowie die „Top Eleven Ratios“ für Lebensversicherer. Diese beiden Kennzahlenlisten haben sowohl Gemeinsamkeiten als auch Differenzen, wie die Tabelle 4 verdeutlicht. Jede einzelne dieser Kennzahlen korreliert mit dem Rating, auch wenn diese Korrelation nicht vollkommen ist.¹²²

Tabelle 4: Die wichtigsten Kennzahlen (Top Ratios) bei der quantitativen Analyse von Moody's

Analysebereich	Lebensversicherer	Schaden- und Unfallversicherer
Angemessenheit des Eigenkapitals	Konsolidierte Kapitalisierung Risk-Based Capital Ratio gemäss NAIC Wachstum des gesetzlichen Eigenkapitals Immaterielles Vermögen in % des Eigenkapitals	Brutto-Underwriting Leverage
Finanzielle und operative Leverage	Finanzielle Leverage Vorsteuer-Zinsdeckung Cashdeckung von Zinsen und Vorzugsdividenden	Finanzielle Leverage Vorsteuer-Zinsdeckung Doppelte Leverage
Rentabilität	Gesetzliche operative Kapitalrendite	Versicherungs-Kernrendite auf verdiente Prämien Netto-Ergebnisrendite auf Eigenkapital
Asset-Liability-Management und Liquidität	Liquides Vermögen in % der rückkauffähigen Rentenverbindlichkeiten	Operativer Cashflow in % der gebuchten Nettoprämien
Qualität der Aktiven und Anlagenrisiko	Risikoaktiven in % des Kapitals	
Geschäftliche Fundamentaldaten	Punktzahl Marktpräsenz	Punktzahl Marktpräsenz Punktzahl Diversifizierung
Angemessenheit der Rückstellungen		Entwicklung der Schadenrückstellungen

Quelle: Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003 (Zugriff am.20.2.2007), S. 38

¹²² Vgl. SwissRe Sigma Nr. 4/2003, S. 37f.

Neben diesen Kennzahlen betrachtet Moody's qualitative Faktoren, die sich zum einen auf die Branchenanalyse und auf die Unternehmensanalyse stützen.

Tabelle 5: Qualitative Faktoren bei Moody's

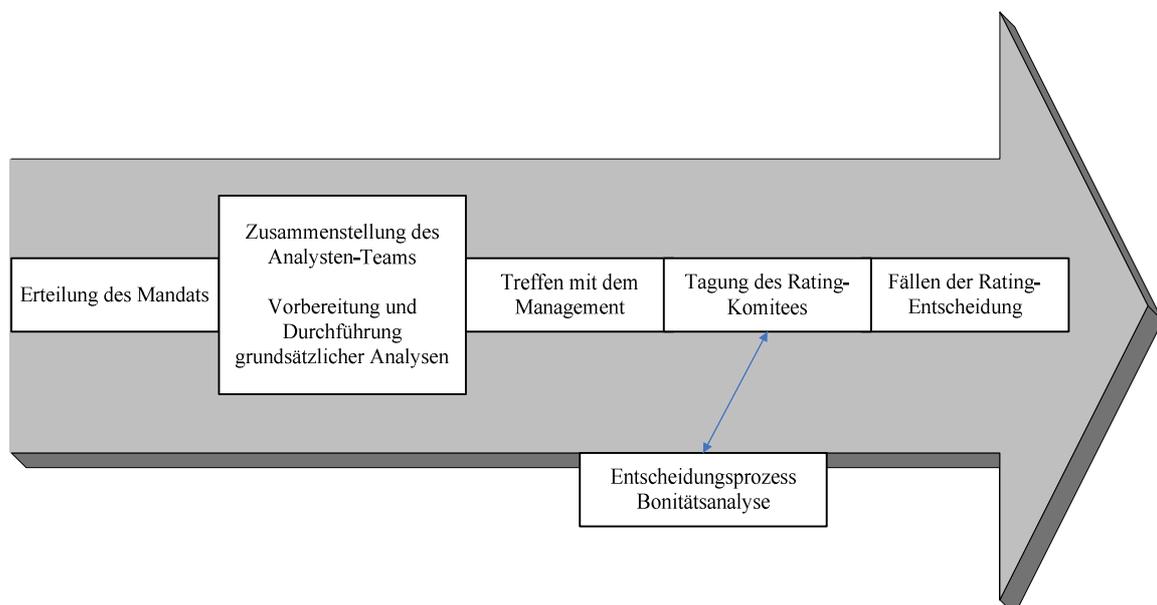
Branchenanalyse	Unternehmensanalyse
<ul style="list-style-type: none"> • Trends mit Auswirkungen auf die Branche • Gesamtes wirtschaftliches Umfeld • Konzentration innerhalb der Branche • Demographie und Wettbewerb • Auswirkungen der Konvergenz und Konsolidierung im Finanzsektor • Bilanzierungsvorschriften und aufsichtsrechtlicher Rahmen 	<ul style="list-style-type: none"> • Organisationsstruktur, Eigentümerverhältnisse und Corporate Governance • Strategische Fragen • Qualität des Managements • Stellung des Unternehmens • Vertrieb • Produktmerkmale

Quelle: Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003 (Zugriff am.20.2.2007), S. 37

3.5.2. S & P Ansatz

Beim Ratingprozess von Standard & Poor's folgt auf die Mandatierung eines Ratings die Bildung eines Ratingteams, welches generell aus zwei Analysten besteht, die mit der Branche und den jeweiligen Marktbesonderheiten vertraut sind. Danach nimmt das Ratingverfahren seinen in der Abbildung 17 dargestellten Lauf und dauert von der Mandatserteilung bis zur Ratingvergabe generell bis zu 90 Tagen.

Abbildung 17: Ratingablauf bei Standard & Poor's

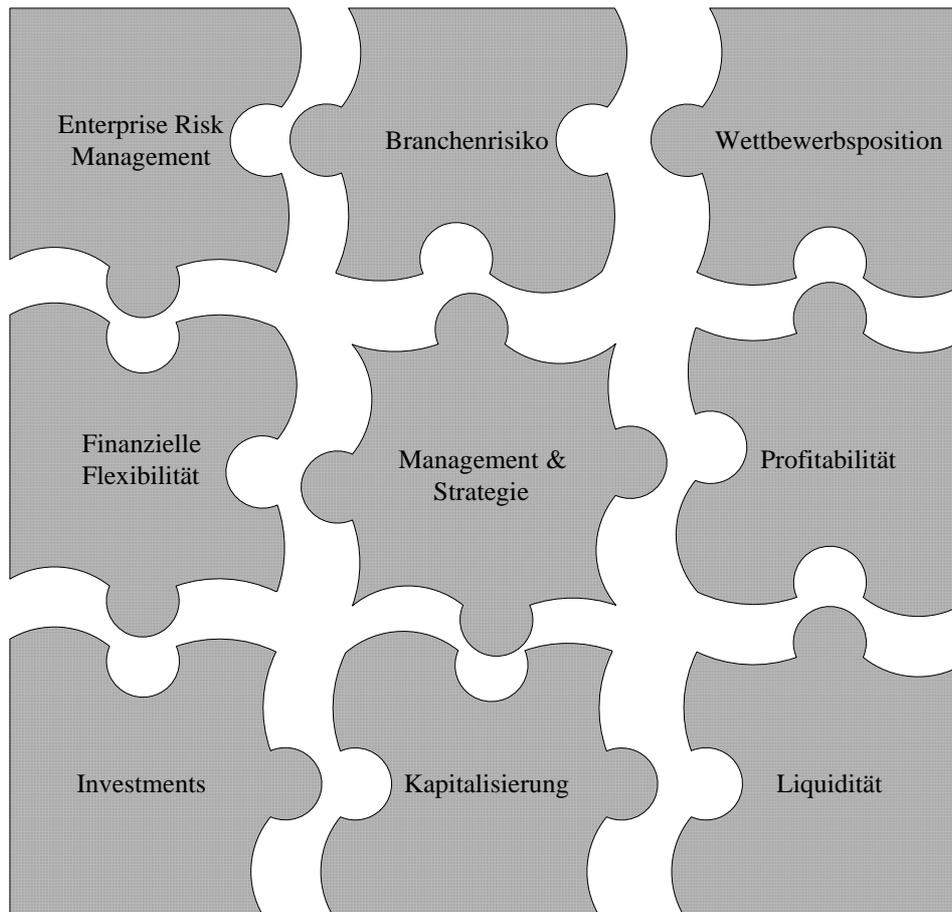


Quelle: Dimitrakopoulos/Spahr, Ablauf des Ratingverfahrens bei internationalen Ratingagenturen, 2004, S. 213

Da der Ratingablauf sehr dem allgemeinen und dem von Moody's gleicht, wird auf eine detaillierte Beschreibung verzichtet und mit den Bewertungskriterien fortgefahren.

Standard & Poor's analysiert bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen neun qualitative und quantitative Faktoren:¹²³

Abbildung 18: Ratingfaktoren von Standard & Poor's im Überblick



Quelle: Rief W./Santori L., Ratings und Enterprise Risk Management im Kontext von Solvency II, 2006, S. 25

- Am Beginn der Ratinganalyse steht bei Standard & Poor's die Bewertung des Unternehmensumfeldes. Somit stellt die Analyse des *Branchenrisikos* den Ausgangspunkt für die Analyse dar. Die Branchenanalyse baut auf den gezeichneten Versicherungspolizzen (Geschäftssparten oder Sektoren) und dem geographische Profil des Versicherungsunternehmens auf. Wesentliche Einflussfaktoren hierbei sind Wachstumsmöglichkeiten,

¹²³ Vgl. Rief/Santori (2006), S. 25f

Marktzugangsbeschränkungen, die Marktmacht von Anbietern und Nachfragern, die Wettbewerbsintensität und Volatilität der Marktsegmente, die Konkurrenz durch branchenfremde Anbieter und Substitutionsprodukte sowie die wirtschaftspolitischen, rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen. Weiters von Bedeutung ist es in welcher Sparte der Versicherer tätig ist. So ist etwa beispielsweise bei Schaden- und Unfallversicherern die Gefährdung durch Spätschadenentwicklungen oder Naturkatastrophen zu berücksichtigen. Während bei Lebensversicherungsunternehmen zum Beispiel die Gefährdung durch langfristig garantierte hohe Verzinsungen oder das Langlebighkeitsrisiko in der Rentenversicherung einen Einfluss auf das Rating haben können.¹²⁴

- Das Geschäftsprofil und die *Wettbewerbsposition* sind ein weiterer wesentlicher Ratingfaktor, der maßgeblichen Einfluss auf den langfristigen Unternehmenserfolg hat. Zur Analyse der Konkurrenzfähigkeit eines Versicherungsunternehmens erstellt Standard & Poor's zunächst ein Stärken- und Schwächenprofil und sieht sich vor allem die Eigentümerstruktur sowie die Vertriebskapazität des Unternehmens an. Der Brutto- und Nettobeitragszuwachs der letzten fünf Jahre insgesamt und aufgeschlüsselt nach den einzelnen Geschäftsfeldern, die Neugeschäftsentwicklung in der Lebensversicherung, die Wachstumserwartungen der nächsten drei bis fünf Jahre, die Entwicklung des Marktanteils insgesamt und in den wesentlichen Sparten sowie die Risiko-Diversifizierung nach Sparten, Märkten, Vertriebswegen und Produkten werden zur Beurteilung der Wettbewerbsposition des Versicherungsunternehmens herangezogen.¹²⁵
- Die Analyse des *Managements und der Unternehmensstrategie* zählt zu den qualitativen Ratingfaktoren und ist daher in hohem Maße subjektiv, doch von großer Bedeutung. Beurteilt wird die Strategieformulierung und -umsetzung des Managements sowie die Risikoeinstellung des Versicherers (Kapitalstruktur, Bilanzpolitik, Risikotoleranz), wobei diese nun wohl mehr unter den neuen Ratingfaktor Enterprise Risk Management fällt. Ein weiteres wichtiges

¹²⁴ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 34; Rief (2004), S. 58f.

¹²⁵ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 34; Rief (2004), S. 59f.

Kriterium ist die Zusammensetzung der obersten Führungsebene und deren Zusammenarbeit untereinander.¹²⁶

- Die *Ertragskraft bzw. die Profitabilität* eines Versicherungsunternehmens zeigt wie erfolgreich das Unternehmen am Versicherungsmarkt agiert und lässt sich an seiner Gewinnmarge erkennen. Standard & Poor's betrachtet sowohl das versicherungstechnische als auch das nichtversicherungstechnische Ergebnis und untersucht auch die Art und Herkunft der einzelnen Ergebniskomponenten im Rahmen seiner Analyse. Zur Kennzahlermittlung zieht Standard & Poor's die letzten fünf Geschäftsjahre heran sowie die Planzahlen der nächsten zwei bis drei Jahre. Die Auswahl der Kennzahlen hängen von der Tätigkeit des Versicherungsunternehmens ab, so unterscheidet man zwischen Kennzahlen für Schaden- und Unfallversicherer, Lebensversicherer und den spartenunabhängigen Kennzahlen (siehe Tabelle 6).¹²⁷

Tabelle 6: Kennzahlen von Standard & Poor's

Kennzahlen für Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen	Kennzahlen für Lebensversicherungsunternehmen	spartenunabhängige Kennzahlen
<ul style="list-style-type: none"> • Schadenquoten – gesamt und nach Sparten • Kostenquoten – gesamt und nach Sparten • Kombinierte Schaden-/Kostenquote • Einfluss der Reservierungs- und Rückversicherungspolitik auf das technische Ergebnis • Umsatzrendite (vor und nach Steuern sowie ausschließlich des außerordentlichen Kapitalanlageergebnisses) 	<ul style="list-style-type: none"> • Entwicklung des Embedded Value • Entwicklung des Rohüberschusses und seiner einzelnen Komponenten • Zuführung zu den Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen • Behandlung von Langlebigkeit • Stornoquoten • Verwaltungs- und Abschlusskostenquoten • Gesamtrendite, definiert als Jahresüberschuss bezogen auf die durchschnittliche Rendite • Bilanzsumme 	<ul style="list-style-type: none"> • Umsatzrentabilität • Eigenkapitalrentabilität • Gesamtkapitalrentabilität • Gewinnadäquanz (EAR) • Diversifizierungsgrad • Auswirkungen von Reservierungs- und Bilanzpolitik

Quelle: Rief, Rating-Prozess und Bewertungskriterien bei Ratings von Lebens-, Unfall- und Sachversicherern, 2004, S. 60f.

¹²⁶ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 35; Rief (2004), S. 60

¹²⁷ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 35; Rief (2004), S. 60

- Bei der Analyse der *Kapitalanlagen* wird vor allem die Anlagestrategie des Versicherungsunternehmens untersucht und geprüft, insbesondere ob diese dem Verbindlichkeitsprofil entspricht. Im Rahmen der Analyse wird die Korrelation von Ertrag und Risiko (Volatilität und Liquidität) bewertet sowie die Bonität, das Liquiditätsrisiko, das Zinsrisiko, das Marktrisiko, die Diversifizierung des Kapitalanlageportfolios, das Asset-Liability-Management sowie die Absicherung von Risiken.¹²⁸
- Bei der Beurteilung der *Kapitalausstattung* vergleicht Standard & Poor's mit Hilfe des Kapitaladäquanzmodells das um vermögens- und kreditbezogene Risiken berichtigte Gesamtkapital mit dem versicherungstechnischen Risiko, dem Rückstellungsrisiko und anderen Geschäftsrisiken. Dabei wird die Kapitaladäquanz-Kennzahl (Capital Adequacy Ratio) anhand folgender Formel ermittelt:

$$\text{Capital Adequacy Ratio (CAR)} = \frac{TAC - C1 - C2}{C3 + C4 + C5}$$

<i>TAC</i>	=	<i>Total Adjusted Capital</i>	<i>C3</i>	=	<i>Underwriting – Risiko</i>
<i>C1</i>	=	<i>Kapitalanlagenrisiken</i>	<i>C4</i>	=	<i>Reserverisiko</i>
<i>C2</i>	=	<i>Forderungsrisiken</i>	<i>C5</i>	=	<i>andere Geschäftsrisiken</i>

- Wenn die Verhältniszahl CAR mindestens 100 % beträgt, kann man von einer guten Eigenkapitalausstattung ausgehen. Die ermittelte Kapitaladäquanz-Kennzahl kann zu einer Einstufung in Ratingklassen von marginal BBB (CAR = 100 %) bis zu extremely strong AAA (CAR = 175 %) führen (siehe Tabelle 7).

Tabelle 7: Zusammenhang von CAR und Rating

Finanzkraft rating	CAR
AAA	> 175 %
AA	= 150 % - 175 %
A	= 125 % - 150 %
BBB	= 100 % - 125 %
BB	= 75 % - 100 %
B	= 50 % - 75 %

Quelle: Radtke, Finanzkraft rating, Eigenkapitalausstattung und Solvabilität: Funktion und Bedeutung von Kapitaladäquanzmodellen, 2005, S. 286

¹²⁸ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 35; Rief (2004), S. 61

Neben der Berechnung der Kapitaladäquanz wird die Analyse durch die Berücksichtigung von qualitativen Faktoren, wie Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten, Gewinnabführungs- oder Verlustübernahmeverträge und Korrekturen aufgrund besonderer Risiken vervollständigt.¹²⁹

- Die *Liquidität* eines Versicherungsunternehmens ist eine lebensnotwendige Voraussetzung für seinen Fortbestand. Als Liquiditätsquellen gelten generell Cashflows, externe Barmittel und kurzfristige Kapitalanlagen. Die Analyse der Liquidität beruht vor allem auf einer Cashflow-Analyse, wobei zwischen „Underwriting Cashflow“ und „Total Operating Cashflow“ unterschieden werden kann.¹³⁰ Standard & Poor’s analysiert bei Lebensversicherungsunternehmen die Liquidität sowohl unter normalen Marktbedingungen als auch in Stressszenarien. Bei Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen wird zusätzlich zum „Underwriting Cashflow“ die Höhe der Barmittel und kurzfristige Kapitalanlagen, der Liquiditätsbedarf für mögliche Katastrophenszenarien sowie externer Liquiditätsquellen wie Bankkreditlinien analysiert.¹³¹
- Die *finanzielle Flexibilität* ergibt sich durch den Vergleich des potenziellen Kapitalbedarfs eines Versicherungsunternehmens mit den ihm zur Verfügung stehenden Mitteln. Standard & Poor’s analysiert hierzu auch die finanzielle Belastbarkeit des Versicherers, indem zum Beispiel Übernahme- oder Rekapitalisierungspläne simuliert werden. Als Kapitalquellen gelten operative Gewinne, der Zugang zu kurz- und langfristigem Kapital und die Rückversicherung.¹³²
- Der 2006 neu eingeführte Ratingfaktor *Enterprise Risk Management (ERM)* hebt die Bedeutung eines unternehmensübergreifenden und ganzheitlichen Risikomanagement besonderen in den Vordergrund, so wie es auch von Solvency II beworben wird. Zwar hat Standard & Poor’s schon immer

¹²⁹ Vgl. Wimmer/Sauer (2004), S. 8f.

¹³⁰ Siehe hierzu auch unter Kapitel 3.4.

¹³¹ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 36; Rief (2004), S. 62f.

¹³² Vgl. Swiss Re. (2003), S. 36; Rief (2004), S. 63

innerhalb der Analyse von Management und Unternehmensstrategie das Risikomanagement mitberücksichtigt, doch nun hat es seinen Platz als eigenständiger Ratingfaktor erhalten. Im Zentrum der Analyse stehen das Risikoprofil und die entsprechende Kapitalausstattung eines Versicherers. Dabei werden der individuelle Geschäfts- und Produktmix, die potentiellen Ertragsströme, die Cashflows und die Investmentstrategie analysiert. In diesem Zusammenhang werden auch die Chancen und Risiken einer Diversifikation nach Produkten, Investments und Regionen beurteilt. Im Zuge von ERM werden die Risikomanagement-Kultur, die Risikokontrolle, Risiko- und Kapitalmodelle sowie das strategisches Management bewertet.¹³³

3.5.3. Fitch Ansatz

Der Ratingprozess bei Fitch läuft im Wesentlichen so ab wie bei den bereits dargestellten Ratingagenturen¹³⁴, doch ist bei Fitch eine Besonderheit nennenswert – das so genannte „Indicative Rating“.

Beim „Indicative Rating“ erhält das zu ratende Unternehmen vor der eigentlichen Ratingerteilung eine grobe Beurteilung und eine Prognose über das Rating, das letzten Endes vergeben wird. Ein Senior Analyst von Fitch führt hierzu im Vorfeld eine verkürzte Analyse meist auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Informationen und Daten durch. Es wird dann eine Bandbreite von zwei, in seltenen Fällen drei Notches, welche mit einer Wahrscheinlichkeit für die Ratingbeurteilung versehen sind, angegeben.¹³⁵

Fitch berücksichtigt im Rahmen seines Ratingansatzes zu 60 % quantitative und zu 40 % qualitative Faktoren.¹³⁶ Fitch unterscheidet im Wesentlichen fünf Analysebereiche bei der Erstellung von Finanzkraftratings für Versicherungsunternehmen.¹³⁷

¹³³ Vgl. Rief/Santori (2006), S. 24ff. Mehr hierzu siehe Rief/Santori S. 24ff

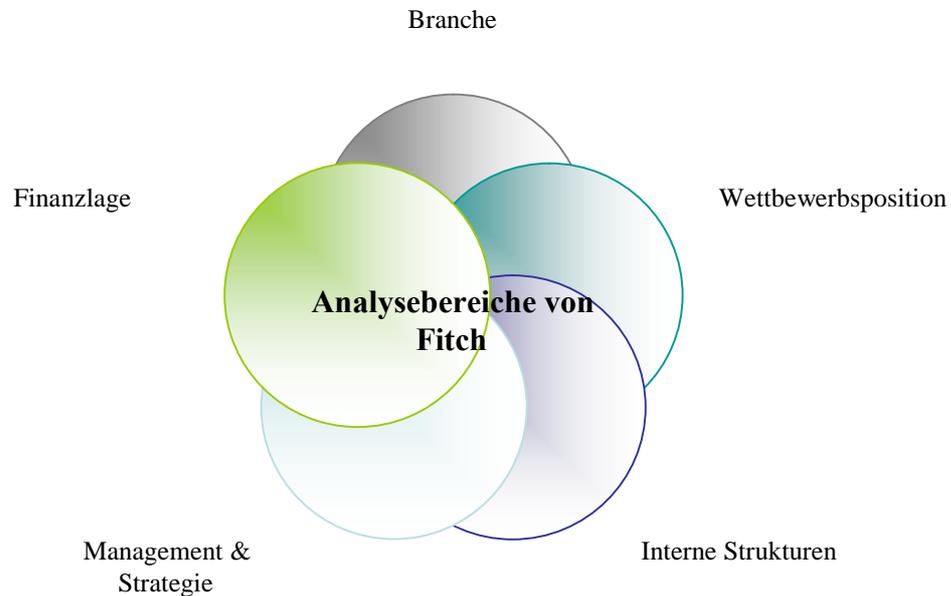
¹³⁴ Siehe hierzu Kapitel 3.4. – 3.4.2.

¹³⁵ Vgl. Dimitrakopoulos/Spahr (2004), S. 219

¹³⁶ Vgl. http://media.planf.de/Fitch_makler_news_01_2003.pdf (Zugriff am 19.4.2007)

¹³⁷ Vgl. Romeike (2004), S. 38; <http://www.fitch-makler.de/wissen.php> (Zugriff am 19.4.2007)

Abbildung 19: Die fünf Analysebereiche von Fitch



- Die *Branchenbeurteilung* stützt sich auf den Wettbewerbsgrad sowie auf die Wettbewerbsstruktur. Weiters werden berücksichtigt die relative Verhandlungsstärke vom Versicherungsunternehmen im Verhältnis zu seinen Kunden, Maklern und anderen Vermittlern sowie aufsichtsrechtliche, rechtliche und buchhalterische Rahmenbedingungen.
- Die *Beurteilung der Wettbewerbsposition* beruht auf den Stärken und Schwächen, der Unternehmensstrategie und der Produktvielfalt des Versicherungsunternehmens. Dabei berücksichtigt Fitch auch die Vertriebskanäle, die Marktposition, den Marktanteil, das Marktwachstum, die Markenstärke, die Kosteneffizienz und die verwaltungstechnische sowie technologische Leistungsfähigkeit.
- Zur *Beurteilung interner Strukturen* analysiert Fitch die Organisationsstruktur, die Finanzkraft und finanzielle Flexibilität des Mutterunternehmens bzw. der Gruppe sowie potenzielle Dividendenforderungen der Tochtergesellschaft gegenüber der Muttergesellschaft und Synergien innerhalb der Gruppe.

- Die *Beurteilung der Strategie und des Managements* beruhen auf der strategischen Zukunftsorientierung, der Risikoeinstellung, der Erfolgsbilanz und der Glaubwürdigkeit, der Risikomanagementqualität sowie der Aufgabenverteilung innerhalb des Managements.
- Die *finanzielle Bestandsaufnahme* stützt sich bei Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen auf die Qualität der Versicherungsverträge, die Ertragskraft, die Kapitalanlagen, die Liquidität, die Rückversicherung, die Schadensreserven, die Kapitalausstattung und die finanzielle Flexibilität. Während bei Lebensversicherungsunternehmen die operative Rentabilität, die Solvabilität, die Kapitalausstattung, das Kapitalanlageportfolio, das Asset-Liability-Management und die finanzielle Flexibilität im Zentrum der Betrachtung stehen.

Die Beurteilung der Finanzkraft eines Versicherers wird im Rahmen einer Reihe von Krisenszenarien durchgeführt. Dabei analysiert Fitch nicht nur das Unternehmen, sondern berücksichtigt auch makroökonomische Tendenzen, die Auswirkungen auf die Branche haben könnten.

Die von Fitch angewandten Ratingmethoden und –kriterien sind differenziert nach Lebensversicherungsunternehmen, Nichtlebensversicherungsunternehmen sowie nach Versicherungsgruppen online unentgeltlich verfügbar.¹³⁸ Auch die Versicherungsratings von Fitch sind gebührenfrei online abrufbar.¹³⁹

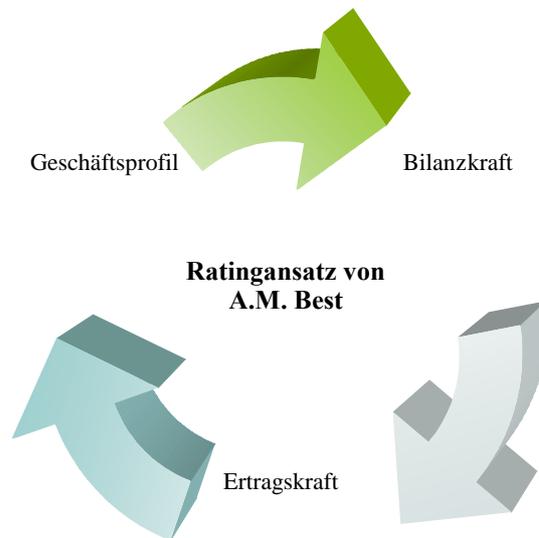
¹³⁸ Siehe hierzu <http://www.fitch-makler.de/wissen.php> (Zugriff am 19.4.2007)

¹³⁹ Siehe hierzu <http://www.fitch-makler.de/upload/1176288949.pdf> (Zugriff am 19.4.2007)

3.5.4. A.M. Best Ansatz¹⁴⁰

Das Finanzkrafttrating von A.M. Best basiert auf einer umfassenden quantitativen und qualitativen Analyse der Bilanzkraft, der Ertragskraft und des Geschäftsprofils eines Versicherungsunternehmens.

Abbildung 20: Ratingansatz von A.M. Best



- Die *Bilanzkraft* eines Versicherungsunternehmens ist ein sehr bedeutendes Kriterium bei der Beurteilung der Finanzkraft. Bei der Beurteilung der Bilanzstärke analysiert A.M. Best:
 - die Underwriting-Leverage (aktuell gebuchte Prämien, Rentendepots, Rückversicherung sowie Schadenrückstellung bzw. Deckungskapital),
 - die Finanz-Leverage (durch Schuldtitel und ähnliche Instrumente einschließlich Finanzrückversicherungen) und
 - die Asset-Leverage (Exponierung des Eigenkapitals gegenüber Anlage-Zins- und Kredit-Risiko).¹⁴¹

Weiters liefert die Kapitaladäquanz-Kennzahl von A.M. Best (Best's Capital Adequacy Ratio, BCAR) eine zusätzliche Beurteilung der Eigenkapitalausstattung,

¹⁴⁰ Da bereits mehrmals der Ablauf eines Ratingverfahrens erläutert wurde, wird an dieser Stelle nur die Ratinganalyse von A.M. Best dargestellt.

¹⁴¹ Mehr hierzu bei Zboron (2005), S. 187 - 192

indem ein Vergleich zwischen dem verfügbaren Kapital einer Gesellschaft (adjustierte Eigenkapital) mit dem Kapital, das zur Unterlegung der bestehenden finanziellen Risiken benötigt wird (Nettoeigenkapitalbedarf), erfolgt.

$$BCAR = \frac{\text{adjustiertes Eigenkapital}}{\text{Nettoeigenkapitalbedarf}}$$

$$\text{Nettoeigenkapitalbedarf} = \sqrt{(B1)^2 + (B2)^2 + (B3)^2 + (0,5 * B4)^2 + [(0,5 * B4) + B5]^2 + (B6)^2 + (B7)^2}$$

Tabelle 8: Bestandteile des BCAR

Bestandteile des adjustierten Eigenkapital	Bestandteile des Nettoeigenkapitals
Ausgewiesenes Eigenkapital	(B1) Ausfallsrisiko für festverzinsliche Wertpapier
Anpassungen Eigenkapital:	
- Prämienüberträge	
- Vermögen	(B2) Volatilitätsrisiko für Aktien
- Schadenrückstellungen	(B3) Zinsänderungsrisiko
- Rückversicherung	
Anpassungen Fremdkapital:	(B4) Kreditausfallsrisiko
- Surplus notes	(B5) Schadenrückstellungsrisiko
- Schuldendienstverpflichtungen	(B6) Beitragsrisiko
Andere Anpassungen:	
- mögliche Katastrophenschäden	(B7) Außerbilanzielles Risiko
- zukünftige operative Verluste	

Quelle: Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003 (Zugriff am.20.2.2007), S. 40

Die Kennzahl BCAR zeigt die Bilanzkraft des Versicherungsunternehmens im Verhältnis zu ihren operativen Risiken und zum Nettoeigenkapital, das erforderlich ist, um diesen Risiken entgegenzuwirken.

Wenn die BCAR über 100 % liegt, kann man von einer sicheren Eigenkapitalausstattung ausgehen, während man bei einer unter 100 % liegenden BCAR von einem anfälligen Eigenkapitalniveau spricht. Das Verhältnis von der Kapitalausstattung und dem Rating ist aus der Tabelle 9 zu ersehen.¹⁴²

¹⁴² Vgl. Zboron (2005), S. 191f.

Tabelle 9: Zusammenhang von BCAR und Rating

Finanzkraft rating	BCAR
A++	> 175 %
A+	160 % - 175 %
A	145 % - 160 %
A-	130 % - 145 %
B++	115 % - 130 %
B+	100 % - 115 %
B	90 % - 99 %
B-	80 % - 90 %
C++	70 % - 80 %
C+	60 % - 70 %

Quelle: Zboron, A.M.Bests Ratingansatz, 2005, S. 191

- Die *Ertragskraft* eines Versicherers ist von großer Bedeutung, da eine starke Ertragskraft sich auf die zukünftige Bilanzkraft und somit auf die Finanzstärke auswirkt. So stellt sich A.M. Best zunächst die Frage nach den Ertragsquellen des Versicherungsunternehmens und analysiert sodann die Stabilität und Nachhaltigkeit der Gewinne in Relation zu den Zahlungsverpflichtungen des Versicherungsunternehmens. Dabei werden die Bereiche Underwriting, Kapitalanlagen, Kapitalgewinne bzw. -verluste sowie die Summe der operativen Gewinne vor und nach Steuern untersucht. Die bedeutendsten Rentabilitätsparameter sind in der Tabelle 10 zusammengefasst.¹⁴³

Tabelle 10: Wesentliche Profitabilitätstest bei A.M. Best

Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen	Lebensversicherungsunternehmen	Krankenversicherungsunternehmen
<ul style="list-style-type: none"> • Loss Ratio • Expense Ratio • Combined Ratio nach Überschussbeteiligungen • Operating Ratio • Umsatzrendite vor Steuern • Anlagerendite • Veränderung des Eigenkapitals • Eigenkapitalrendite • Leistungen/gebuchte Nettoprämien (NPW) 	<ul style="list-style-type: none"> • Leistungen/gebuchte Nettoprämien (NPW) • Provisionen und Verwaltungskosten/NPW • Nettobetriebsgewinn (NOG)/Gesamtaktiven • NOG/Total Umsatz • Eigenkapitalrendite • Nettorendite • GesamtrenditeBrutto-Underwriting-Leverage 	<ul style="list-style-type: none"> • Expense Ratio • Behandlungskosten • Expense Ratio • Verwaltungskosten • Total Prämieinnahmen pro Mitglied pro Monat (PMPM) • Behandlungskostenaufwand PMPM • Ergebnis PMPM • Netto-Umsatzrendite • Netto-Eigenkapitalrendite

Quelle: Swiss Re, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003 (Zugriff am.20.2.2007), S. 42

- Bei der Analyse des *Geschäftsprofils* untersucht A.M. Best die Geschäftszusammensetzung einer Versicherungsgesellschaft, ihre Wettbewerbs-

¹⁴³ Vgl. Swiss Re. (2003), S. 41

bzw. Marktposition sowie die Managementqualitäten. Die wichtigsten Faktoren bei der Betrachtung des Geschäftsprofils sind:

- Risikostreuung
- Umsatzaufteilung
- Stellung im Wettbewerb
- Management
- Versicherungsmarktrisiko
- Ereignisrisiko

4. Unterschiede bei Versicherungsratingergebnissen

Durch die nähere Betrachtung der Ratingverfahren der führenden Ratingagenturen im Bereich der Versicherungsratings lässt sich resümieren, dass die Ratingprozesse zum Teil Gemeinsamkeiten haben, dennoch sich voneinander unterscheiden.

Wie vergleichbar sind eigentlich die Ratingergebnisse agenturübergreifend? Im Grunde werden die Ratingskalen der am Markt dominierenden Ratingagenturen oft nebeneinander präsentiert, doch sind sie auch wirklich komparabel? Interessant wird der Vergleich zwischen den Ratingagenturen insbesondere dann, wenn zwei oder mehr Ratingagenturen bei der Bewertung des ein und selben Ratingobjektes zu unterschiedlichen Ratingeinstufungen kommen. Genau diese Thematik soll im Rahmen dieses Kapitels näher durchleuchtet werden.

4.1. Was ist ein „Split Rating“?

Sucht man im Internet und in der Literatur nach einer Definition für den Begriff „Split Rating“, so stößt man immer wieder auf Formulierungen, die so ähnlich klingen wie die folgenden:

- *„A split rating arises when the rating agencies offer different ratings on the same bond issue.“¹⁴⁴*
- *„Two different ratings given to the same security by two important rating agencies.“¹⁴⁵*
- *„Split-Ratings, d. h. „unterschiedlicher“ Einstufungen desselben Finanztitels durch verschiedene Agenturen.“¹⁴⁶*

Auf den ersten Blick, könnte man fast glauben, dass Split Ratings ausschließlich bei Anleihenratings vorkommen, doch dem ist nicht so.

Versucht man also diese Definitionen zu generalisieren, so erhält man folgende allgemein gültige Begriffsbestimmung:

¹⁴⁴ Haggard/Jain/Martin/Pereira (2006), S. 1

¹⁴⁵ <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Split+rating> (Zugriff am 19.4.2007)

¹⁴⁶ Van Aubel (2000), S. 51

Ein „Split Rating“ ist ein Phänomen, das eintritt, wenn zwei oder mehrere Ratingagenturen bei der Bewertung des ein und selben Ratingobjektes zu unterschiedlichen Ratingergebnissen kommen.

Die Existenz von Split Ratings wirft die Frage nach ihrer Ursache auf. Es wird nicht überraschen, dass die Erforschung der Gründe für das Auftreten von einander widersprechenden Ratingergebnissen zwischen den Ratingagenturen vor allem im Zusammenhang von Anleihenratings erfolgt ist. Bei nahezu allen Studien, die sich mit der Erscheinung von Split Ratings beschäftigen, haben dies im Hinblick auf Anleihenratings getan. Daher wird im weiteren Verlauf im Kapitel 4.2. bei der Erläuterung der Ursachen von Split Ratings zwischen den Erkenntnissen über Split Ratings im Zusammenhang mit Anleihenratings (Kapitel 4.2.1.) und den Erkenntnissen über Split Ratings im Zusammenhang mit Finanzkraftratings für Versicherer (Kapitel 4.2.2.) differenziert.

4.2. Ursachen für Split Ratings

4.2.1. Erkenntnisse über Split Ratings im Zusammenhang mit Anleihenratings

Ederington hat sich im Rahmen einer empirischen Studie¹⁴⁷ mit den möglichen Ursachen von Split Ratings bei Unternehmensanleihen näher beschäftigt. Er untersuchte dabei drei mögliche Erklärungen dieses Phänomens.¹⁴⁸

1. Ratingagenturen definieren verschiedene Standards für ein bestimmtes Rating.
2. Ratingagenturen berücksichtigen unterschiedliche Faktoren oder gewichten die in das Ratingurteil einfließenden Faktoren unterschiedlich.
3. Ratings unterliegen Zufallsschwankungen an den jeweiligen Grenzen der Ratingklassen.

Er fand keinen Beweis dafür, dass Split Ratings aufgrund unterschiedlicher Ratingstandards oder unterschiedlicher Gewichtung der Faktoren resultieren. Er folgerte daraus, dass das Phänomen der Split Ratings nur eine Zufallsabweichung darstellen kann.

¹⁴⁷ Vgl. Ederington (1986)

¹⁴⁸ Vgl. Ederington (1986), S. 37

Ursache für diese geringen Schwankungen ist ihm zu Folge die Komplexität und die nicht zu vernachlässigende Subjektivität der Beurteilung.¹⁴⁹

Moon und Stotsky untersuchten, ob es Unterschiede zwischen den Ratingfaktoren von Moody's und Standard & Poor's im Zusammenhang von Anleihenratings für Gemeinden gibt. Sie folgerten aus ihrer Studie, dass Split Ratings sehr wohl die Unterschiede in der Gewichtung der Ratingkriterien und der Ratingstandards widerspiegeln.¹⁵⁰

Eine etwas aktuellere Studie aus dem Jahre 2002 über Split Ratings bei Anleihen von Donald P. Morgan zeigt, dass Banken und Versicherungsunternehmen aufgrund ihrer Undurchsichtigkeit mehr dazu neigen Split Ratings für ihre Emissionen (Schuldverschreibungen) von Ratingagenturen zu erhalten, als Industrieunternehmen.¹⁵¹ Denn besonders in der Finanzdienstleisterbranche ist die Informationsasymmetrie groß.

Auch wenn Ederington und Morgan unterschiedliche Ursachen für Split Ratings aufzeigen, so schließen diese beiden Hypothesen sich nicht gegenseitig aus.¹⁵² Livingston, Naranjo und Zhou sind der Ansicht, dass sich die Informationsasymmetrie- und die Zufallsschwankungshypothese sich nicht ausschließen, sondern im Gegenteil sich gegenseitig ergänzen und somit Split Ratings besser erklären.¹⁵³ Sie belegten mit ihrer empirischen Studie, dass Unternehmen mit einem großen Informationsasymmetrie Problem wahrscheinlicher mit einem Split Rating für ihre Anleihen rechnen müssen, und dass diese Unternehmen eher mit Ratingveränderungen nach einigen Jahren der Erstemission konfrontiert werden.¹⁵⁴

Die Studie von Haggard/Jain/Martin/Pereira kam zu dem Resultat, dass eine schlechte Informationsqualität Informationsunsicherheiten begünstigt, die wiederum zu Unstimmigkeiten bezüglich der Bonitätseinstufung, also Split Ratings, führen.¹⁵⁵

¹⁴⁹ Vgl. Ederington (1986), S. 46

¹⁵⁰ Vgl. Moon/Stotsky (1993), S. 66

¹⁵¹ Vgl. Morgan (2002), S. 874

¹⁵² Vgl. Livingston/Naranjo/Zhou (2005), S. 1

¹⁵³ Vgl. Livingston/Naranjo/Zhou (2005), S. 3

¹⁵⁴ Vgl. Livingston/Naranjo/Zhou (2005), S. 22

¹⁵⁵ Vgl. Haggard/Jain/Martin/Pereira (2006), S. 16

4.2.2. Erkenntnisse über Split Ratings im Zusammenhang mit Finanzkraftratings für Versicherer

Auch wenn Split Ratings im Zusammenhang von Anleihenratings schon mehrmals erforscht wurden, so scheint es, dass diese Studien nicht auf Finanzkraftratings von Versicherern eins zu eins übertragen werden können, da diese sich ziemlich unterscheiden. Während Split Ratings bei Anleihen relativ selten vorkommen¹⁵⁶, kommt es viel öfter zu Split Rating bei Finanzkraftratings.¹⁵⁷

Bis zu der Studie von Steven W. Pottier und David W. Sommer wurden Split Ratings vor allem im Zusammenhang mit Anleihenratings erforscht.¹⁵⁸ Sie waren die ersten und sind bisher auch die einzigen, die sich mit den agenturübergreifenden Unterschieden bei Finanzkraftratings von Versicherern beschäftigt haben.

Mitte der neunziger Jahre untersuchten sie als erste Unterschieden bei Finanzkraftratings von Sach- und Haftpflichtversicherern in den USA näher.¹⁵⁹ Dabei versuchten Pottier und Sommer durch ihre empirischen Studie Antworten auf folgende Fragen zu finden:

- Was sind die Beweggründe von Versicherungsunternehmen sich einem oder mehreren Ratingprozessen zu unterziehen?¹⁶⁰
- Welche Ratingfaktoren werden von den drei Ratingagenturen A.M. Best, Standard & Poor's und Moody's bei Finanzkraftratings analysiert?¹⁶¹
- Was sind die Ursachen für Ratingergebnisunterschiede bei Finanzkraftratings für Versicherer?

Die Studie umfasste 1.678 Sach- und Haftpflichtversicherer, die Ratings von A.M. Best, Standard & Poor's oder Moody's hatten. Eine enorme Mehrheit von 90 % dieser Sach- und Haftpflichtversicherer vertrauten dem Marktführer A.M. Best, während sich nur 18 % für

¹⁵⁶ Im Rahmen der Studie von Ederington unterschieden sich nur 13 % der Anleihenratings von Moody's von denen von Standard & Poor's. Bei einer Studie von Jewel und Livingston im Jahre 1998 betrug der Anteil an gespaltenen Anleihenratings zwischen Moody's und Standard & Poor's etwa 17 %.

¹⁵⁷ Siehe weiter unten.

¹⁵⁸ Z.B. Studie von Ederington (1986) oder Moon/Stotsky (1993).

¹⁵⁹ Vgl. Pottier/Sommer (1999), S. 621 - 642

¹⁶⁰ Siehe hierzu auch Kapitel 3.1. Ziele und Nutzen von Versicherungsratings.

¹⁶¹ Ziel war es zu beweisen, ob sich die Ratingagenturen im Hinblick auf ihrer Ratingfaktoren und deren Gewichtung unterscheiden oder nicht.

Standard & Poor's und nur 10 % für Moody's entschieden.¹⁶² Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass A.M. Best eine besondere historische Beziehung zur Versicherungsbranche hat und zudem aufgrund seiner fast schon 100-jährigen Spezialisierung die meiste Erfahrung im Bereich der Versicherungsratings aufweist. Hingegen erstellen die beiden Ratingagenturen Standard & Poor's und Moody's erst seit den achtziger Jahren Finanzkraftratings für Versicherer. Ein weiterer Faktor, der den Andrang zu A.M. Best erklärt, ist der Preis für ein Rating.¹⁶³ Ein Rating von Best kostete zur Zeit der Studie etwa \$ 1.000, während man für ein Rating von Standard & Poor's oder Moody's mit Kosten in der Höhe von mindestens \$ 15.000 rechnen musste.¹⁶⁴

Die Versicherern, die sich von Standard & Poor's und Moody's raten ließen, waren meist größere Versicherungsunternehmen, die zudem in mehreren Staaten tätig waren, als die Kunden von A.M. Best (siehe Tabelle 11). Außerdem waren mehr als 70 % der Versicherungsgesellschaften mit Standard & Poor's und Moody's Ratings börsennotierte Gesellschaften, während deren Anteil bei A.M. Best nur 32 % betrug.

Tabelle 11: Daten zur Studie von Pottier/Sommer

	A.M. Best	S & P	Moody's
Anzahl der Versicherungsunternehmen	1.510	296	170
Anlagevermögen in TSD	\$ 450.237	\$ 1.601.283	\$ 2.354.251
Gebuchte Nettoprämie in TSD	\$ 149.068	\$ 502.898	\$ 751.383
Anzahl der Staaten, in denen das Versicherungsunternehmen tätig ist	17,6	33,0	39,8
davon börsennotierte Gesellschaften	32,4 %	72,0 %	75,3 5

Quelle: Pottier/Sommer, Property-Liability Insurer Financial Strength Ratings: Differences across rating agencies, 1999, S. 631

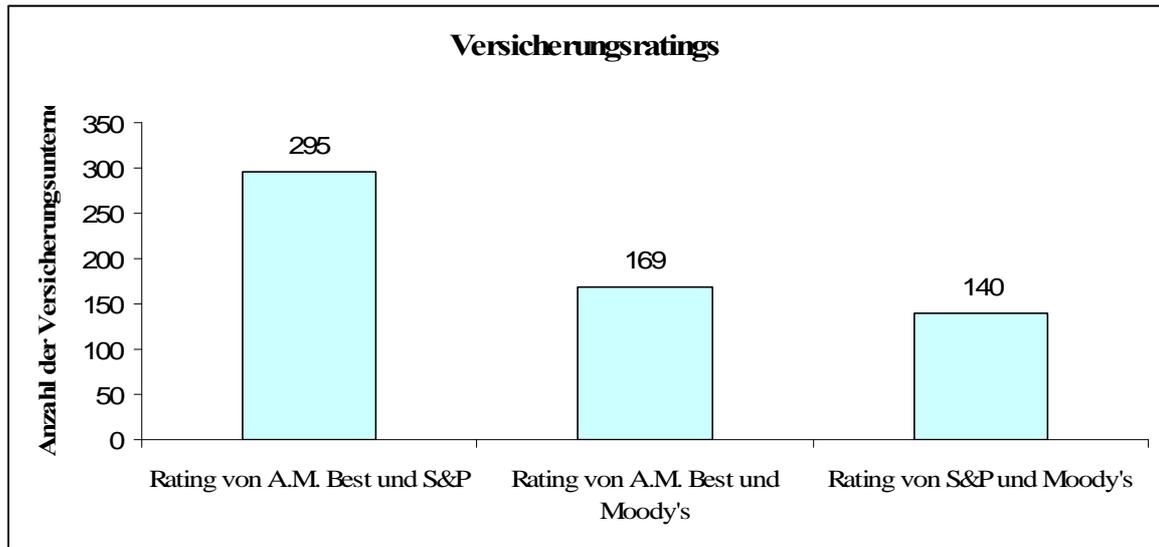
In der Stichprobe von Pottier und Sommer hatten 295 Versicherungsunternehmen sowohl ein Rating von A.M. Best als auch von Standard & Poor's, 169 ein Rating von A.M. Best und von Moody's und 140 Unternehmen hatten sowohl ein Rating von Moody's als auch von Standard & Poor's.

¹⁶² Vgl. Pottier/Sommer (1999), S. 625

¹⁶³ Gemäß der Swiss Re. sigma Studie Nr. 4/2003 belaufen sich die Gebühren heute für ein Rating von Standard & Poor's und Moody's von \$ 5.000 bis über \$ 1.000.000, während Fitch und A.M. Best günstiger sind.

¹⁶⁴ Vgl. Pottier/Sommer (1999), S. 625

Abbildung 21: Versicherungsunternehmen mit mehr als nur einem Rating



Quelle: Pottier/Sommer, Property-Liability Insurer Financial Strength Ratings: Differences across rating agencies, 1999, S. 631f.

Daraus folgt dass etwa 28 % der Versicherungsunternehmen, die in der Stichprobe von Pottier und Sommer waren, sich mehr als nur von einer Ratingagentur bewerten ließen.

Doch zurück zur Fragestellung: Warum beauftragen manche Versicherer zwei oder mehr Ratingagenturen? Ein Versicherer lässt sich grundsätzlich raten, da er so versucht ex ante die Unsicherheit von Versicherungsnehmern, Versicherungsvermittlern usw. bezüglich seines Insolvenzrisikos zu nehmen.

Pottier und Sommer fanden heraus, dass folgenden Faktoren Versicherer dazu bewegen eine oder mehrere Ratings zu beantragen:

- Die Tätigkeit des Versicherers in der „*long-tail*“-Branche¹⁶⁵ erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein Versicherungsunternehmen einem Ratingprozess unterzieht.
- Ein hohes Ausmaß an *Rückversicherung* trägt dazu bei, dass ein oder mehrere Ratings vom Versicherer nachgefragt werden.
- Versicherer, die hauptsächlich *Großkunden* haben, neigen mehr dazu ein oder mehrere Ratings einzuholen.

¹⁶⁵ Versicherungen in der „*long-tail*“-Branche (dazu zählen allgemeine Haftpflichtversicherungen und Unfallversicherungen) haben eine längere Abwicklungsdauer als die in der „*short-tail*“-Branche (Sachversicherungen wie Feuerversicherung oder sonstige Schadensversicherungen).

- *Börsennotierte Versicherungsgesellschaften* sind meist von einer oder mehreren Ratingagenturen bewertet.

Zusammenfassend kann man sagen, dass es vor allem größere, börsennotierte Versicherungsgesellschaften sind, die sich meist mehr als nur einmal einem Ratingverfahren unterziehen.

Bei dem Vergleich der Ratingfaktoren und Ratingmodelle der Ratingagenturen kam die Studie zum Ergebnis, dass die Ratingmodelle sich unterscheiden. Jede Ratingagentur hat eine unterschiedliche Zusammenstellung „*statistically significant variables*“.¹⁶⁶ Somit kamen sie zu einem widersprechenden Resultat im Vergleich zu Ederington. Nämlich zu dem Ergebnis, dass die Ratingmodelle von Standard & Poor's und von Moody's einander nicht entsprechen.

Was sind nun die Ursachen von Split Ratings bei Finanzkraftratings für Versicherer und wie oft kommt es vor, dass Ratingagenturen nicht einer Meinung sind? In der Stichprobe von Pottier und Sommer wurden 56 % differierende Ratings alleine nur von Standard & Poor's und Moody's festgestellt.¹⁶⁷ Split Ratings sind somit keine seltene Erscheinung.

Für die Ursachenanalyse von Split Ratings, vereinfachten Pottier und Sommer die Ratingskala, um so die Ratingergebnisse leichter miteinander zu vergleichen. Dabei wurden die ursprünglichen Ratingeinstufungen auf drei Stufen reduziert und mit Zahlen versehen (siehe Tabelle 12).

¹⁶⁶ Vgl. Pottier/Sommer (1999), S. 638

¹⁶⁷ Vgl. Pottier/Sommer (1999), S. 625

Tabelle 12: Ratingskala und Ratingverteilung der Studie von Pottier/Sommer

Interpretation	A.M. Best			S & P			Moody's		
	BCAT ¹	Anzahl	BCAT4 ¹	SPCAT ¹	Anzahl	SPCAT4 ¹	MCAT ¹	Anzahl	MCAT4 ¹
herausragend	A++	105	4	AAA	54	4	Aaa	14	4
	A+	219	4						
ausgezeichnet	A	392	3	AA+	32	3	Aa1	20	3
	A-	372	3	AA	37	3	Aa2	22	3
				AA-	39	3	Aa3	11	3
sehr gut	B++	115	2	A+	54	2	A1	40	2
	B+	146	2	A	38	2	A2	22	2
				A-	24	2	A3	11	2
ausreichend	B	62	1	BBB+	4	1	Baa1	14	1
	B-	53	1	BBB	14	1	Baa2	5	1
				BBB-	0	1	Baa3	10	1
unsichere Zahlungsfähigkeit ^b	C++	10	1	BB+	0	1	Ba1	1	1
	C+	19	1	BB	0	1	Ba2	0	1
	C	9	1	BB-	0	1	Ba3	0	1
	C-	5	1						
	D	3	1						
Gesamt		1510			296			170	

¹ BCAT, SPCAT und MCAT entsprechen den jeweiligen Ratingskalen der Agenturen A.M. Best, Standard & Poor's und Moody's. BCAT4, SPCAT4 und MCAT4 sind eine Vereinfachung der Ratingskalen in vier Bewertungsnoten, wobei 4 die höchste und 1 niedrigste Bewertungseinstufung darstellen.

^b Die Einstufungen, die unter dem Bereich „ausreichend“ liegen, sind schwieriger zu vergleichen. Alle Versicherer die mehr als ein Rating hatten, wurden von Best schlechtesten Falls mit sehr gut (B++, B+) bewertet, außer einem Unternehmen das sowohl von Best als auch von Moody's geratet wurde. Daraus folgt, dass die Sammelbetrachtung der Ratings unter der ausreichend nur eine Versicherungsgesellschaft betrifft.

Quelle: Pottier/Sommer, Property-Liability Insurer Financial Strength Ratings: Differences across rating agencies, 1999, S. 630

Nur beim Vergleich von Standard & Poor's mit Moody's verzichteten sie auf diese Vereinfachung und verglichen deren Ratingergebnisse mit ihren ursprünglichen Ratingskalen. Sie kamen dann zu folgender Auswertung:

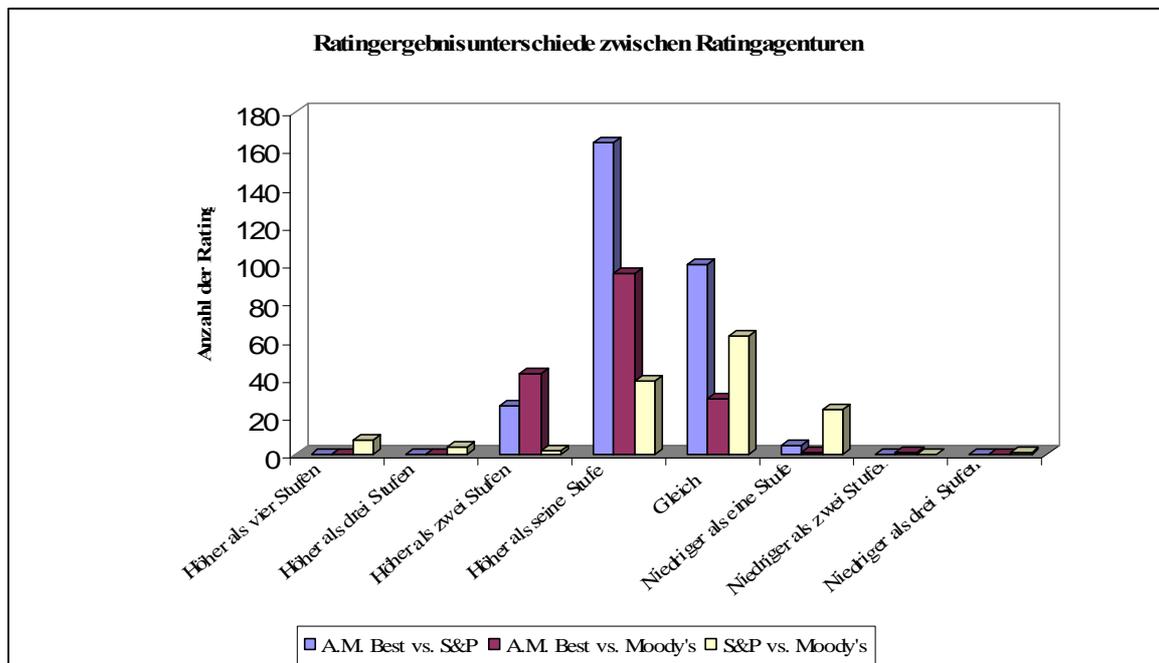
Tabelle 13: Ratingunterschiede

	A.M. Best vs. S&P	A.M. Best vs. Moody's	S&P vs. Moody's
Höher als vier Stufen	0	0	8
Höher als drei Stufen	0	0	4
Höher als zwei Stufen	26	43	2
Höher als seine Stufe	164	95	39
Gleich	100	29	62
Niedriger als eine Stufe	5	1	24
Niedriger als zwei Stufen	0	1	0
Niedriger als drei Stufen	0	0	1
Summe	295	169	140

Quelle: Pottier/Sommer, Property-Liability Insurer Financial Strength Ratings: Differences across rating agencies, 1999, S. 632

Folgende Graphik soll das Ergebnis auch visuell veranschaulichen:

Abbildung 22: Ratingunterschiede



Quelle: Pottier/Sommer, Property-Liability Insurer Financial Strength Ratings: Differences across rating agencies, 1999, S. 632

Die Ratings von A.M. Best waren im Durchschnitt höher als die von Standard & Poor's und Moody's. A.M. Best und Moody's Finanzkraftratings unterschieden sich nahezu 82 %,

während die Ratings von A.M. Best und von Standard & Poor's zu über 64 % voneinander abweichten. Aufgrund der Wahl der eigentlichen Ratingskala von Standard & Poor's und Moody's unterschieden sich nur 56 % der Finanzkraftratings voneinander. Hätte man die vereinfachte Ratingskala herangezogen, so käme man zu einem Ergebnis von 17 %. Während Split Ratings von Anleihen überwiegend eine Stufe auseinander liegen, liegen die Versicherungsratings bei Standard & Poor's und Moody's zum Teil sogar mehrere Klassen auseinander.

Nach Pottier und Sommer liegen die Hauptursachen von Split Ratings bei Finanzkraftratings in der Tatsache, dass Ratingagenturen verschiedene Ratingmodelle mit unterschiedlichen Faktoren, die sie zu dem unterschiedlich gewichten, verwenden. Diese Erkenntnisse unterstützen auch Serfling, Badack und Jeiter, denn auch sie vermuten als Ursache für Split Ratings die unterschiedliche Gewichtung einzelner Kriterien. Sie gehen sogar einen Schritt weiter und prognostizieren, dass es in Zukunft öfter zu Split Ratings kommen kann, da sich die Tendenz abzeichne, qualitative Aspekte, wie die Qualität des Managements, durch die Agenturen stärker zu gewichten und von der Kennzahlenanalyse abzugehen, und dass dadurch die Subjektivität zunehme.¹⁶⁸ Zudem weisen Pottier und Sommer darauf hin, dass man als Ratingnutzer nicht dem Fehler unterliegen soll, die Ratingskalen der Ratingagenturen als Gleichwertig einzustufen. Pottier und Sommer fanden jedoch keinen Beweis dafür, dass die Unterschiede bei Finanzkraftratings ein Resultat von Selektionseffekten („*sample selection bias*“) ist.¹⁶⁹

Durch Split Ratings wird nicht nur Ratingagenturen vor Augen geführt, dass Ratings auch ihre Grenzen haben und nicht unreflektiert zu betrachten sind. Auch Ratingagenturen weisen darauf hin, dass Ratings nicht Anlage- oder Kaufvorschlag im Sinne von Kauf-, Halte- oder Verkaufsempfehlungen zu verstehen sind.¹⁷⁰ Ratings bieten zahlreiche Vorteile¹⁷¹, doch werden auch sie immer wieder kritisiert. Nicht nur aufgrund von divergierender Ratingurteilen zwischen den Agenturen, sondern unter anderem auch für das Durcheinander der Bewertungsskalen, die mangelnde Transparenz des Ratingssystems¹⁷², was wiederum auf einem hohen Subjektivitätsgrad hindeutet, Time-Lags

¹⁶⁸ Vgl. Serfling/Badack/Jeiter (1996), S. 649

¹⁶⁹ Vgl. Pottier/Sommer (1999), S. 640

¹⁷⁰ Vgl. Serfling/Badack/Jeiter (1996), S. 651

¹⁷¹ Siehe hierzu auch Kapitel 3.1.

¹⁷² Vor allem hinsichtlich der Verknüpfung und Gewichtung der Ratingfaktoren zu einem Gesamturteil werden als noch nicht transparent erachtet.

bei Herauf- oder Herabstufungen und nicht zuletzt die Urteilsunabhängigkeit und Macht der Ratingagenturen.¹⁷³ Aufgrund dieser enormen Marktmacht, die Ratingagenturen innehaben, wird auch immer mehr der Ruf nach mehr Regulierung dieses Metiers verlangt.¹⁷⁴

Doch zurück zu sich unterscheidenden Finanzkraft-ratingergebnissen zwischen Ratingagenturen über die Finanzlage von Versicherern. Zwar haben Pottier und Sommer durch ihre Studie gezeigt, was dazu beiträgt, dass Split Ratings entstehen, doch stellt sich die Frage, welches dieser Ratings denn richtig ist. Welche Ratingagentur gibt Auskunft über die wahre Finanzkraft eines Versicherers? Oder liegt die Wahrheit irgendwo dazwischen? Diese Fragen bieten auf jeden Fall Stoff für weitere Studien auf diesem Gebiet.

¹⁷³ Vgl. Wittrock (2005), S. 21; Serfling/Badack/Jeiter (1996), S. 647ff.

¹⁷⁴ Siehe hierzu mehr bei Gras (2003).

4.2.3. Übersicht über empirische Studien zur Erforschung der Ursachen von Split Ratings

Tabelle 14: Empirische Studien zur Erforschung der Ursachen von Split Ratings

Verfasser (Jahr der Veröffentlichung)	Studie	Verwendete Daten (Zeitraum)	Resultat
Ederington (1986)	Why Split Ratings Occur?	Ratings von Moody's und Standard & Poor's für 493 Industrieanleihen (Jänner 1975 - Dezember 1980)	<i>Ursache von Split Ratings:</i> Zufallsabweichung aufgrund der Komplexität und Subjektivität der Beurteilung
Moon/Stotsky (1993)	Testing the Differences Between the Determinants of Moody's and S & P Ratings: An Application of Smooth Simulated Maximum Likelihood	892 Gemeinden mit mindestens 25.000 Einwohnern, die von Moody's und Standard & Poor's geratet wurden (1981)	<i>Ursache von Split Ratings:</i> Unterschiede in der Gewichtung von Ratingkriterien und Unterschiede bei Ratingstandards
Pottier/Sommer (1999)	Property-Liability Insurer Financial Strength Ratings: Differences Across Rating Agencies	1.678 Sach- und Haftpflichtversicherer mit Ratings von Moody's, Standard & Poor's und A.M. Best (Juli 1996)	<i>Ursache von Split Ratings:</i> Verschiedene Ratingmodelle mit unterschiedlichen Faktoren, die zu dem unterschiedlich gewichten werden
Morgan (2002)	Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry	Ratings von Moody's und Standard & Poor's für 7.862 neu emittierte Anleihenratings (Jänner 1983 - Juli 1993)	<i>Ursache von Split Ratings:</i> Zeichen von Undurchsichtigkeit; Banken und Versicherungsunternehmen neigen mehr dazu Split Ratings für ihre Anleihen zu erhalten, als Industrieunternehmen
Livingston/Naranjo/Zhou (2005)	Information Asymmetry, Bond Split Rating, and Rating Migration	Ratings von Moody's und Standard & Poor's für 1.779 Anleihenratings (1983 - 2001)	<i>Ursache von Split Ratings:</i> Unternehmen mit einem großen Informationsasymmetrie Problem, neigen dazu mit Split Ratings bei ihren Anleihenbewertungen konfrontiert zu werden
Haggard/Jain/Martin/Pereira (2006)	Information Quality and Split Bond Ratings	Ratings von Moody's und Standard & Poor's für 3.864 neu emittierte Anleihenratings von 1.028 Unternehmen (1981 - 2003)	<i>Ursache von Split Ratings:</i> schlechte Informationsqualität führt zu Informationsunsicherheiten, die wiederum Split Ratings wahrscheinlicher machen

5. Schlusswort

In der vorliegenden Arbeit wurden versucht die Ziele, Nutzen sowie die Grenzen von Versicherungsratings aufzuzeigen.

Das Kapitel zwei gab eine Art Einleitung in das Ratingwesen, indem zunächst der Begriff Rating definiert wurde und anschließend die allgemeinen Anforderungen, denen ein Rating gerecht werden muss kurz erläutert wurden. Im weiteren Verlauf wurden die verschiedenen Ratingarten kurz beschrieben und von einander abgegrenzt.

Auf dem aufbauend wurde dann das Versicherungsrating Schritt für Schritt durchleuchtet. Dabei waren die Ziele und Nutzen von Versicherungsratings die Basis für das bessere Verständnis der Interessenten an Versicherungsratings. Das Teilkapitel über den Ratingmarkt gab einen Einblick in die Geschichte des Ratings sowie eine Übersicht über die bedeutendsten Ratingproduzenten im Allgemeinen und im Besonderen am Versicherungsratingmarkt. Durch die einzelne Darstellung der führenden Ratingunternehmen (Moody's, Standard & Poor's, Fitch und A.M. Best) bekam der Ratingmarkt fast so etwas wie ein bzw. in diesem Fall vier Gesichter.

Die anschließende Beschreibung des Ratingverfahren und der Bewertungskriterien bildeten einen wichtigen Teil für das Verständnis der im weiteren komprimiert erläuterten Ratingansätze der Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's, Fitch und A.M. Best. Dieses Unterkapitel über den Ratingprozess war deshalb von großer Bedeutung, da es das Grundwissen für das letzte und abschließende Kapitel darstellt.

Die am Anfang der Arbeit gestellte Hauptfrage, nach den Ursachen für Split Ratings wurde im Kapitel vier behandelt. Dabei wurde aufgezeigt, dass auch Ratings ihre Grenzen haben und nicht absolut zu sehen sind. Die Existenz und die Ergründung der Ursachen von Split Ratings standen dabei im Mittelpunkt. Nach der Begriffsbestimmung des Split Ratings wurde versucht alle bisherigen Erkenntnisse hierzu zu präsentieren. Im Zentrum dieses Kapitels stand vor allem die Studie über agenturübergreifenden Unterschieden bei Finanzkraftratings von Versicherern von Pottier und Sommer.

Literaturverzeichnis

- **A.M.Best**, Historie und Rating-Ansatz, in Hirschmann S./Romeike F. (Hrsg.): Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, Köln
- **Behr P./Güttler A.**, Interne und externe Ratings, 2004, Frankfurt am Main
- **Berblinger J.**, Marktakzeptanz des Rating durch Qualität, in: Büschgen H./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating , 1996, Wiesbaden
- **Bock A.**, Versicherungen auf dem Prüfstand, Die Presse vom 14. November 2006, S 5
- **Bock A./Kary C.**, Unruhe in der Ratingwelt, Die Presse vom 25. April 2007, S. 6
- **Braun P.** (Hrsg.)/**Gstach O.**, Rating kompakt – Basel II und die neue Kreditwürdigkeitsprüfung, 2003, Augsburg
- **Daenert T./Heideegger H./Ollmann M./Stegmann U.**, Erfolgreiches Ratingmanagement in Versicherungsunternehmen, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden
- **Dimitrakopoulos D./Spahr R.**, Ablauf des Ratingverfahrens bei internationalen Ratingagenturen, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Ratingpraxis, 2004, Wiesbaden
- **Eckhardt B.H.**, Auswirkung des Rating auf die Vertriebssteuerung, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden
- **Ederington L.H.**, Why Split Ratings Occur, Financial Management, 15: 37-47, 1986
- **Everling O./Schneck O.**, Das Rating ABC, 2004, Köln
- **Fiala J.**, Haftung für Versicherungsratings, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden
- **Finsinger J./Diboky F./Ubl E.**, Finsinger-Kennzahl –prospektives Rating von Lebensversicherungsunternehmen, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden
- **Füser K./Gleißner W.**, Rating-Lexikon, 2005, München
- **Gorbach O.**, Länderrisiko, Ratingagenturen und das Country Risk Assessment Model der OECD, 2005, Wien
- **Heim G.**, Rating Handbuch für die Praxis, 2006, Berlin

- **Heinke V.G.**, Bonitätsrisiko und Credit Rating festverzinslicher Wertpapiere, 1998, Bad Soden/Ts.
- **Hellberg N.**, Noch mehr Pflicht-Haftpflichtversicherungen?, Versicherwirtschaft, 61. Jahrgang, 1. Mai 2006, S 711-S 713
- **Hirschmann S./Romeike F.**, Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, Köln
- **Hoffmann P.**, Bonitätsbeurteilung durch Credit Rating, 1991, Berlin
- **Horsch A.**, Rating in der Versicherungswirtschaft – Eine ökonomische Analyse, 2006, Karlsruhe
- **Kühner C.**, Kriterien für das Rating von Versicherungsgruppen, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden
- **Leffers B.**, Das Rating im Konsortialgeschäft der Banken, in: Büschgen H./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating , 1996, Wiesbaden
- **Lürzer R./Hagen L.**, Rating von Erstversicherungsunternehmen – Hintergründe, Nutzen und praktische Hinweise zur Vorbereitung auf ein Erstrating in Zeitschrift für Versicherungswesen, Nr. 16./15. August 2004, S. 471 – 476
- **Lürzer R./Hagen L.**, Rating von Erstversicherungsunternehmen – Hintergründe, Nutzen und praktische Hinweise zur Vorbereitung auf ein Erstrating (Schluss zu ZfV 16704) in Zeitschrift für Versicherungswesen, Nr. 17./1. September 2004, S. 515 – 518
- **Metzler M.**, Kriterien für das Rating deutscher Lebensversicherer, in Hirschmann S./Romeike F. (Hrsg.): Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, Köln
- **Meyer-Parpart W.**, Ratingkriterien für Unternehmen, in: Büschgen H./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating , 1996, Wiesbaden
- **Moon C.G., Stotsky J.G.**, Testing the Differences Between the Determinants of Moody's and Standard & Poor's Ratings, Journal of Applied Econometrics, 8:51-69, 1993
- **Monro-Davies R.**, Die Bonitätsbewertung von Banken, in Büschgen H./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating , 1996, Wiesbaden
- **Morgan D.P.**, Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry, American Economic Review, 92/ 4: 874-888, Sept. 2002
- **Nagel K., Stalder J.**, Rating, 2002, München
- **Piwald W.**, Ratingagenturen und ihr rechtliches Umfeld im Spannungsfeld zwischen europäischer und amerikanischer Kultur, 2004, Wien

- **Radtke M.**, Finanzkraft rating, Eigenkapitalausstattung und Solvabilität: Funktion und Bedeutung von Kapitaladäquanzmodellen, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden
- **Reder D.**, Zur Geschichte der internationalen Rating-Agenturen, in Hirschmann S./Romeike F. (Hrsg.): Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, Köln
- **Remetic S.**, Differences in financial strength ratings of life insurance groups across rating agencies, 2004; Vienna
- **Rief W.**, Standard & Poor's Rückversicherungsrating, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden
- **Rief W.**, Rating-Prozess und Bewertungskriterien bei Ratings von Lebens-, Unfall- und Sachversicherern, in Hirschmann S./Romeike F. (Hrsg.): Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, Köln
- **Rief W./Santori L.**, Ratings und Enterprise Risk Management im Kontext von Solvency II, Versicherungsrundschau - Zeitschrift für das Versicherungswesen, Ausgabe 12/2006, S. 24 - 31
- **Romeike F.**, Rating von Versicherungsunternehmen, in Hirschmann S./Romeike F. (Hrsg.): Rating von Versicherungsunternehmen, 2004, Köln
- **Sartorius-Thalborn S.**, Das Rating von Versicherungsunternehmen im europäischen Binnenmarkt: Theoretische Grundlagen und praktische Gestaltung eines Instrumentariums zur qualitativen Unternehmensbeurteilung, 1997, Wien
- **Schätz I.**, Vertrieb von Versicherungen über Banken in Österreich unter besonderer Berücksichtigung von Sachversicherungen, 2004, Wien
- **Schnabel H.**, Die Funktion des Rating für deutsche Industrieunternehmen als Emittenten, in: Büschgen H./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating , 1996, Wiesbaden
- **Schulz J.**, Welche Macht haben Ratingagenturen?, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden
- **Serfling K./Badack E./Jeiter V.**, Möglichkeiten und Grenzen des Credit Rating, in: Büschgen H./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating , 1996, Wiesbaden
- **Silhavy D.**, Der Rating Prozeß aus betrieblicher Sicht, 2004, Wien
- **Sinclair T. J.**, The new masters of capital, 2005, USA
- **Sönnichsen C.**, Rating-Systeme am Beispiel der Versicherungswirtschaft, 1992, Berlin

- **Sönnichsen C.**, Ratings-Systeme am Beispiel der Versicherungswirtschaft, in: Büschgen H./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating , 1996, Wiesbaden
- **Steiner M./Heinke V.G.**, Rating aus Sicht der modernen Finanzierungstheorie, in: Büschgen H./Everling O. (Hrsg.): Handbuch Rating , 1996, Wiesbaden
- **Zboron M.**, A.M.Bests Ratingansatz, in: Achleitner A.-K./Everling O. (Hrsg.): Versicherungsrating, 2005, Wiesbaden

Verzeichnis der Internetdokumente

- **Acar Boyacioglu M.**, Bonitätsbeurteilung im Bankensektor, 2005, Online im WWW unter URL: http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler%5CMelek%20ACAR%20BOYACIOGLU%5C125-111++.pdf (Zugriff am 21.3.2007)
- **Bannier C.E./Tyrell M.**, Modelling the role of credit rating agencies – Do they spark off a virtuous circle?, 2006, Online im WWW unter URL: <http://teaching.coll.mpg.de/econwork/Bannier.pdf> (Zugriff am 3.4.2007)
- **Cantor R./Packer F.**, Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW, 1996, Online im WWW unter URL: <http://www.newyorkfed.org/research/epr/96v02n2/9610cant.pdf> (Zugriff am 3.4.2007)
- **Champsaur A.**, The regulation of credit rating agencies in the US and the EU: Recent initiatives and proposals; 2005, Online im WWW unter URL: http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/amelie_champasaur.pdf (Zugriff am 21.2.2007)
- **Fimlac S.A. Annual report 2003**, Online im WWW unter URL: <http://www.prline.com/rootMRI/3794/docsMRI/ra2003uk.htm> (Zugriff am 9.4.2007)
- **Fitch Ratings**, Makler News, News Letter No.1, 7. März 2003, Online im WWW unter URL: http://media.planf.de/Fitch_makler_news_01_2003.pdf (Zugriff am 19.4.2007)
- **Fitch Ratings**, Online im WWW unter URL: <http://www.fitch-makler.de/wissen.php> (Zugriff am 19.4.2007)

- **Fitch Ratings**, Finanzkraftratings für Versicherungen vom 4.4.2007, Online im WWW unter URL: <http://www.fitch-makler.de/upload/1176288949.pdf> (Zugriff am 19.4.2007)
- **Frey F.**, Portfoliomanagement: Erwartungsbildung, Strategien und Instrumente, 2005, Online im WWW unter URL: http://66.102.9.104/search?q=cache:d53eL_4JoT4J:www.kmf.bwl.uni-muenchen.de/veranstaltungen/WS0405/PM/thema2_2.pdf+split+rating+gr%C3%BCnde&hl=de&ct=clnk&cd=10&gl=at&lr=lang_de&client=firefox-a (Zugriff am 21.4.2007)
- **Gaver J.J./Pottier S.W.**, The role of holding company financial information in the insurer-rating process: evidence from the property-liability industry, Journal of Risk and Insurance, 2005, Vol. 72, Iss.1, S. 77 – 103, Online im WWW unter URL: <http://www.ingentaconnect.com/content/bpl/jori/2005/00000072/00000001/art00005;jsessionid=gdyhi6djanoe.alice> (Zugriff am 1.2.2007)
- **Gras I.**, The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten, REGEM Analysis 6, 2003, Online im WWW unter URL: <http://www.regem.org/> (Zugriff am 6.4.2007)
- **Haggard K. S./Jain R./Martin X./Pereira R.**, Information Quality and Split Bond Ratings, 2006, Online im WWW unter URL: http://www.fma.org/SLC/Papers/split_ratings.pdf (Zugriff am 20. 4. 2007)
- **Hill C.**, Regulating the Rating Agencies, American Law & Economics Association Annual Meetings, 2004, Online im WWW unter URL: <http://law.bepress.com/alea/14th/art1/> (Zugriff am 22.2.2007)
- **Klein A.**, Credit raters exert international Influence, Washington Post, November 23 2004, Page A01, Online im WWW unter URL: <http://www.washingtonpost.com/ac2/wp-dyn/A5572-2004Nov22?language=printer> (Zugriff am 20.2.2007)
- **Kley C.**, Erklärungen für den Erfolg kleiner und großer Ratingagenturen, 2004, Online im WWW unter URL: http://www.kleynet.com/2004_Kley_Analyse_des_Erfolges_grosser_und_kleiner_RatingWorkingPaper1Feb2004.pdf (Zugriff am 21. 4.2007)
- **Livingston M./Naranjo A./Zhou L.**, Information Asymmetry, Bond Split Rating, and Rating Migration, 2005, Online im WWW unter URL: <http://bear.cba.ufl.edu/centers/ciber/documents/Information%20Asymmetry.%20Bon>

[d%20Split%20Rating.%20and%20Rating%20Migration%20-%20Andy%20Naranjo%20-%202005%20FMA%20Meetings.pdf](#) (Zugriff am 19. 4. 2007)

- **McGraw Hill Annual report 2006**, Online im WWW unter URL: http://www.mcgraw-hill.com/about/annual_report/ar2006.pdf (Zugriff am 8.4.2007)
- **Moody's Annual Report 2006**: Online im WWW unter URL: <http://library.corporate-ir.net/library/12/123/123831/items/236881/annualreport2006.pdf> (Zugriff am 8.4.2007)
- **Müller M.**, Die zweite Supermacht - Rating-Agenturen beherrschen das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten und geraten immer stärker in die Kritik, Frankfurter Rundschau, vom 19.07.2003, Online im WWW unter URL: <http://www.meinepolitik.de/rating.htm> (Zugriff am 29.3.2007)
- **Pottier S.W./Sommer D.W.**, Property-Liability Insurer Financial Strength Ratings: Differences across rating agencies, The Journal of Risk and Insurance, 1999, Vol. 66, No. 4, 621-642, Online im WWW unter URL: <http://www.epa.gov/epaoswer/hazwaste/permit/perm-docket/pottier.pdf> (Zugriff am 7.11.2006)
- **Riedel T./Trost R./Loges H.J.**, Die Rating Szene in Deutschland, Working paper, 2004, Online im WWW unter URL: <http://www.rating-services.de/studien.php> (Zugriff am 4.2.2007)
- **Rojas-Suarez L.**, Rating banks in emerging markets: What credit rating agencies should learn from financial indicators, 2001, Online im WWW unter URL: <http://www.ije.com/publications/wp/01-6.pdf> (Zugriff am 3.4.2007)
- **Rosenbaum J.**, Der Einsatz von Rating-Agenturen zur Kapitalmarktregulierung in den USA: Ursachen und Konsequenzen, REGEM Analysis 8, 2004, Online im WWW unter URL: <http://www.regem.org/> (Zugriff am 6.4.2007)
- **Swiss Re**, Rating für Versicherungsunternehmen, sigma Nr. 4, 2003, Online im WWW unter URL: <http://www.swissre.com/> (Zugriff am 20. 2. 2007)
- **Van Aubel P.**, Anleihenrating und Bonitätsrisiko - Eine empirische Untersuchung der Renditespreads am deutschen Markt, 2000, Online im WWW unter URL: http://deposit.ddb.de/cgi-bin/dokserv?idn=963566253&dok_var=d1&dok_ext=pdf&filename=963566253.pdf (Zugriff am 21.4.2007)

- **Wimmer A./Sauer R.**, Unternehmensrating von Schaden-/Unfallrückversicherungsunternehmen: Ansatzpunkte für die Rückversicherungsaufsicht in der Europäischen Union?, 2004, Online im WWW unter URL: <http://www.intranet-lehrstuhl.bwl.uni-muenchen.de/dispatch/Publikation/Volltexte/3604.pdf> (Zugriff am 1.2.2007)
- **Wittrock C.**, Welchen Nutzen haben Ratings?, DKM Int. Fachmesse für die Finanz- und Versicherungswirtschaft, 25. – 27. Oktober 2005, Online im WWW unter URL: <http://www.dkm-messe.de/DKM2005/Vortraege/Foren/Wittrock.pdf> (Zugriff am 1.2.2007)
- **Wambach M./Wunderlich D.**, Rating für den Mittelstand – Über die Zukunft der Finanzierung mittelständischer Unternehmen, 2001 Online im WWW unter URL: http://www.roedl.de/inhalt/publik/pdf_broschueren/PMC_Rating_Mittelstand.pdf (Zugriff am 30.3.2007)
- <http://de.wikipedia.org/wiki/Rating> (Zugriff am 1.2.2007)
- http://en.wikipedia.org/wiki/A.M._Best (Zugriff am 10.4.2007)
- <http://www.moodys.com> (Zugriff am 2.2.2007)
- <http://www2.standardandpoors.com> (Zugriff am 2.2.2007)
- <http://www.fitchratings.com> (Zugriff am 2.2.2007)
- <http://www.ambest.com> (Zugriff am 2.2.2007)
- <http://dict.leo.org/> (Zugriff am 16. 8. 2006)
- <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Split+rating> (Zugriff am 19.4.2007)
- http://www.vernimmen.com/html/glossaire/definition_split_rating.html (Zugriff am 19.4.2007)