

Zur Effektivität der Regulierung von Ratingagenturen

Dr. Ulrich Chiwitt

Ratingagenturen nehmen trotz der erheblichen negativen Auswirkungen ihrer Urteile nach wie vor eine zentrale Position im internationalen Finanzsystem ein. In jüngster Vergangenheit hat die europäische Börsenaufsicht European Securities and Markets Authority (ESMA) auf eine Reihe von Defiziten im Ratingprozess hingewiesen. In ihrem Bericht wirft die ESMA den Agenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings beispielsweise vor, dass es häufig zu Verzögerungen bei der Veröffentlichung von Ratingnoten komme und dass durch nicht ausreichende interne Kontrollmechanismen bei den Agenturen Informationslecks begünstigt würden. Doch sind Agenturen tatsächlich so schlecht wie ihr Ruf? Und wozu benötigt man überhaupt ihre Bewertungen? In diesem Beitrag soll gezeigt werden, dass Ratingagenturen im globalen Finanzsystem eine zentrale Rolle spielen und ihre Tätigkeit eine Vielzahl von volkswirtschaftlich nützlichen Aufgaben erfüllt, welche für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems von großer Bedeutung sind.

Gliederung

- I. Einleitung
- II. Die Ratingagenturen
 1. Ratings
 2. Kritik an den Agenturen
- III. Die Bedeutung der Ratingagenturen
 1. Historische Entwicklung
 2. Die Dominanz der "Großen Drei"
- IV. Marktunvollkommenheiten und die Rolle von Ratingagenturen
 1. Informationsasymmetrien
 2. Die Rolle der Agenturen
- V. Die Regulierung von Ratingagenturen als Reaktion auf die Finanzkrise
- VI. Bewertung der Maßnahmen
- VII. Fazit und Ausblick
- VIII. Anhang

» Ratingagenturen nehmen trotz der erheblichen negativen Auswirkungen ihrer Urteile nach wie vor eine zentrale Position im internationalen Finanzsystem ein. Trotz weiterhin bestehender Mängel kann festgestellt werden, dass im Rahmen der Regulierung von in Europa tätigen Agenturen seit der Finanzkrise vor allem durch strengere Zulassungsverfahren und Offenlegungspflichten sowie eine Vielzahl von Auflagen bezüglich Transparenz, Unabhängigkeit und Objektivität einige Fortschritte erzielt wurden.

» Rating agencies are still important players in the international financial system despite significant negative impacts of their judgments. Increasing regulation of rating agencies since the financial crisis result in stricter approval procedures, disclosure requirements, more transparency, independence and objectivity.

I. Einleitung

Standard & Poor's, Moody's und Fitch - vor zehn Jahren waren die "Großen Drei" nur Finanzexperten bekannt. Heute hingegen sind nicht nur ihre Namen, sondern auch Begriffe wie "Triple A" oder "Ramschanleihen" längst einer breiten Öffentlichkeit geläufig.

Es waren vor allem die Ereignisse der letzten Jahre, die die Ratingagenturen in den öffentlichen Fokus gerückt haben, und hier vor allem die sogenannte Subprime-Krise, die ein außerordentliches Interesse an Ratings und Ratingagenturen entstehen ließ, und dies nicht nur unter Ökonomen oder Medienvertretern. Kritikern zufolge haben die Agenturen innerhalb der Krise eine wesentliche Rolle gespielt. Kurzfristige und unerwartete Herabstufungen der Ratingnoten vieler Marktteilnehmer und Finanzprodukte hätten, so der Vorwurf, erhebliche

Verluste und eine zuvor nie gekannte Liquiditätsverknappung auf den Kreditmärkten hervorgerufen.

Gerade vor dem Hintergrund der Eurokrise hatte die Herabstufung einiger Volkswirtschaften im Euroraum in der Tat für Turbulenzen gesorgt. Ratingagenturen wurden kritisiert, einige südeuropäische Länder in den sogenannten "Speculative Grade" herabgestuft zu haben - mit der Folge, dass diese für ihre Anleihen höhere Zinsen zahlen mussten. Dabei wurde zum einen vorgebracht, dass die Herabstufungen kontraproduktiv wirkten, zum anderen, dass die Agenturen ihre Bewertungen zum Teil äußerst instinktlos publizierten.

In jüngster Vergangenheit hat die europäische Börsenaufsicht ESMA (European Securities and Markets Authority) auf eine Reihe von Defiziten im Ratingprozess hingewiesen. So hat sie Anfang Dezember 2013 einen Bericht veröffentlicht, in dem sie konkrete Mängel bei der Erstellung und Veröffentlichung von Bonitätsnoten für Staaten nennt und entsprechende Handlungsempfehlungen gibt. In ihrem Bericht wirft die ESMA den Agenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings beispielsweise vor, dass es häufig zu Verzögerungen bei der Veröffentlichung von Ratingnoten komme und dass durch nicht ausreichende interne Kontrollmechanismen bei den Agenturen Informationslecks begünstigt würden¹⁾.

Doch sind Agenturen tatsächlich so schlecht wie ihr Ruf? Und wozu benötigt man überhaupt ihre Bewertungen? In diesem Artikel soll gezeigt werden, dass Ratingagenturen im globalen Finanzsystem eine zentrale Rolle spielen und ihre Tätigkeit eine Vielzahl von volkswirtschaftlich nützlichen Aufgaben erfüllt, welche für die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems von großer Bedeutung sind.

Der Beitrag ist wie folgt strukturiert. Kapitel II beginnt mit einem Überblick über die allgemeine Kritik am Verhalten der Ratingagenturen im Zusammenhang mit der Finanzkrise, aber auch an ihrer grundsätzlichen Arbeitsweise. Kapitel III befasst sich mit dem historischen Hintergrund der Ratingindustrie sowie den Ursachen für die Dominanz der "Großen Drei". Kapitel IV wendet sich den volkswirtschaftlich nützlichen Funktionen von Ratingagenturen zu, die vor allem in der Verringerung von Informationsasymmetrien und Intransparenz auf dem Finanzmarkt bestehen. Kapitel V beinhaltet einen Überblick über die als Reaktion auf die Finanzkrise erfolgte Regulierung von Ratingagenturen im europäischen Raum, welche anschließend in Kapitel VI einer kritischen Bewertung unterzogen wird. Der Beitrag schließt mit einem Fazit sowie einem Ausblick in Kapitel VII.

II. Die Ratingagenturen

1. Ratings

Der Begriff "Rating" wird im Sinne einer Leistungsbeurteilung unterschiedlich verwendet. So werden Dienstleistungen von Hotels und Restaurants ebenso mit Ratingnoten versehen wie Immobilienobjekte oder Wertpapieranlagen, um nur einige Beispiele zu nennen. Der hier verwendete Ratingbegriff entspricht dem englischen "Credit Rating" und bezeichnet die Beurteilung der Kreditwürdigkeit eines Finanzinstrumentes oder seines Emittenten zu einem bestimmten Zeitpunkt. Ratings stellen im Allgemeinen Aussagen über die Fähigkeit eines Schuldners dar, seine finanziellen Verpflichtungen vollständig und fristgerecht zu erfüllen. Dabei geht es im Besonderen um die Ermittlung von Wahrscheinlichkeiten über den Eintritt von Leistungs- und Zahlungsstörungen während der Laufzeit der finanziellen Verpflichtung²⁾. Ein Credit Rating ordnet einen Emittenten oder ein Finanzinstrument entsprechend der Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls unterschiedlichen Klassen zu, die entweder ein vergleichsweise geringes (Investment Grade) oder hohes Risiko (Speculative Grade) widerspiegeln.

[CF 2014 S. 393]

Die Ergebnisse von Ratings lassen sich mit Hilfe sogenannter Ratingklassen oder -kategorien auf einer Skala darstellen. Standard & Poor's und Fitch Ratings verwenden hierbei Klassen von der höchsten Bewertung AAA (extremely strong capacity to meet financial commitments) bis hin zur schlechtesten Bewertung D (payment default on financial commitments), Moody's arbeitet mit einer identischen Einteilung, benutzt aber leicht abweichende Klassenbezeichnungen. Die Klasseneinteilung erlaubt eine unmittelbare Einschätzung der Bonität (siehe Tab. 1).

Tab. 1: Übersicht Rating-Bewertungen bei Fitch Ratings, Standard & Poor's und Moody's

Interpretation	Fitch and S&P	Moody's
Highest quality	AAA	Aaa
High quality	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3
Strong payment capacity	A+ A A-	A1 A2 A3

Adequate payment capacity	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3
Likely to fulfill obligations, ongoing uncertainty	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3
High-risk obligations	B+ B B-	B1 B2 B3
Vulnerable to default	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3
Near or in bankruptcy or default	CC C D	Ca C D
Quelle: International Monetary Fund, The uses and abuses of sovereign credit ratings, in: Global Financial Stability Report, Chapter 3, International Monetary Fund, Washington, October 2010, S. 90.		

Ein wichtiges Unterscheidungskriterium innerhalb der Ratings liegt darin, ob es mit (beauftragtes Rating) oder ohne Auftrag des Emittenten (unbeauftragtes Rating) erstellt wird. Der Unterschied liegt in den innerhalb einer Bewertung verwendeten Informationen. Während ein unbeauftragtes Rating in erster Linie auf allgemein zugänglichen Informationen basiert, können die Agenturen bei einem beauftragten Rating auf unternehmensinterne Informationen zurückgreifen³⁾.

Die EU definiert ein Rating als "ein Bonitätsurteil in Bezug auf ein Unternehmen, einen Schuldtitel oder eine finanzielle Verbindlichkeit, eine Schuldverschreibung, eine Vorzugsaktie oder ein anderes Finanzinstrument oder den Emittenten derartiger Schuldtitel, finanzieller Verbindlichkeiten, Schuldverschreibungen, Vorzugsaktien oder anderer Finanzinstrumente, das anhand eines festgelegten und definierten Einstufungsverfahrens für Ratingkategorien abgegeben wird"⁴⁾.

Länderratings, sogenannte Sovereign Credit Ratings, stellen dagegen eine Beurteilung der Fähigkeit und der Bereitschaft einer Volkswirtschaft dar, ihre öffentlich-rechtlichen Schulden vollständig und fristgerecht zu begleichen. Ein Staat gilt als zahlungsunfähig, wenn er nicht in der Lage ist, das Kapital oder die Zinsen auf seine finanzielle Verpflichtung zu einem bestimmten Zeitpunkt zurückzuzahlen, oder wenn er eine Umschuldung seiner ursprünglichen Verbindlichkeiten anbietet. Ein entscheidender Unterschied zwischen Länderratings und den Ratings anderer Finanzinstrumente besteht in der sogenannten Zahlungsbereitschaft ("Willingness to pay"). Diese macht das potenzielle Risiko von Staatsanleihen aus, das im Wesentlichen darin besteht, dass ein Staat, beispielsweise aufgrund hoher sozialer oder politischer Kosten, nicht bereit sein könnte, seine Verbindlichkeiten zu begleichen, obwohl er dazu in der Lage wäre⁵⁾. Die EU definiert Länderratings als "ein Rating, bei dem der Emittent des Schuldtitels oder der finanziellen Verbindlichkeit, der Schuldverschreibung oder eines anderen Finanzinstruments ein Staat oder eine regionale oder lokale Gebietskörperschaft eines Staates oder eine Zweckgesellschaft eines Staates oder einer regionalen oder lokalen Gebietskörperschaft ist"⁶⁾.

Die Ratingagenturen betonen indes, dass ihre Ratings weder absolute Einschätzungen von Ausfallrisiken noch exakte Prognosen der Ausfallwahrscheinlichkeit seien, und sich insofern aus ihnen lediglich relative Kreditrisiken ableiten ließen, die immer in Relation mit anderen Ratings gesehen werden müssten. Ratings würden somit nicht das objektive Liquiditäts-, Markt- oder Zinsrisiko messen, sondern lediglich eine Ansicht oder Stellungnahme ("opinion") darstellen. Insofern, so die Agenturen weiter, könnten Ratings weder als Anlageempfehlungen verstanden werden, die Auskunft darüber geben, ob es sinnvoll ist, einen Finanztitel zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen, noch als Einschätzungen des Wertes oder Preises eines Finanzinstruments⁷⁾.

[CF 2014 S. 394]

2. Kritik an den Agenturen

a) Grundsätzliche Kritik

Während der Finanzkrise lag der Fokus der Kritik zwar vor allem auf der Bewertung strukturierter Produkte⁸⁾, die Kritik an der allgemeinen Performance von Ratingagenturen ist indes nicht neu⁹⁾. Den Agenturen wurde bereits in der Vergangenheit oftmals vorgeworfen, zu spät auf das Marktgeschehen zu reagieren. Sie würden, so der Vorwurf, Ratingnoten nicht unmittelbar in dem Moment herabstufen, in dem Probleme bei einem Emittenten auftreten, sondern nicht selten erst mit einem beträchtlichen zeitlichen Verzug. So erfreute sich beispielsweise die Investmentbank Lehman Brothers noch am Tag ihrer Insolvenz eines Investment Grade-Ratings aller großen Ratingagenturen¹⁰⁾.

Ein weiterer Kritikpunkt betrifft die Wirkung von Ratings. Frühere Finanzkrisen hätten laut IMF gezeigt, dass Ratingagenturen prozyklisch agierten. Während sie in wirtschaftlich "guten Zeiten" beziehungsweise

konjunkturellen Aufschwungphasen (Booms) dazu beitragen, Investitionen in Finanztitel zu fördern, verstärkten sie in "schlechten Zeiten" beziehungsweise im Abschwung (Bust) deren teilweise rapiden Verfall. Außerdem trügen sie durch unerwartete und abrupte Herabstufungen erheblich zur Erhöhung des systemischen Risikos bei¹¹). Ein solches Risiko liegt unter anderem darin, dass plötzliche Downgrades zu einer deutlichen Erhöhung der Emissionskosten und somit zu einem erschwerten Marktzugang für Emittenten führen können. Studien über die Auswirkungen von Änderungen von Länderratings auf die Refinanzierungskosten von Staaten (über Staatsanleihen) zeigen, dass Herabstufungen von Ratings zu einer Erhöhung der sogenannten "Zinsspreads", also zu einem Anstieg der Zinsdifferenzen zwischen den Ländern führen und damit zu erheblichen Refinanzierungsschwierigkeiten bestimmter Volkswirtschaften¹²).

Diese negativen Auswirkungen von Herabstufungen werden insofern noch verstärkt, als viele institutionelle Investoren und Kreditinstitute aufgrund regulatorischer Anforderungen (Baseler Eigenkapitalvorschriften)¹³) darauf mit Umschichtungen ihrer Portfolios reagieren müssen. Vor allem kurzfristige Ankündigungen einer Herabstufung unterhalb des Investment Grades lösen in der Regel sofortige Reaktionen der Anteilseigner aus, die sich im Zusammenhang mit sogenannten Klippeneffekten ("Cliff Effects")¹⁴) mit stark ansteigenden Eigenkapitalanforderungen konfrontiert sehen. Insofern kann die Bekanntgabe einer Herabstufung einen Herdentrieb auslösen, in dessen Verlauf zahlreiche Investoren gleichzeitig ihre Positionen auflösen müssen, um den regulatorischen Anforderungen zu entsprechen. In letzter Konsequenz kann es so zu einer drastischen Erhöhung der Marktvolatilität und einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale der Preise von Finanztiteln kommen¹⁵).

Darüber hinaus wurde nachgewiesen, dass vor allem Länderratings erhebliche Auswirkungen auf die Entwicklung der Finanzmärkte haben und zwar nicht nur auf diejenigen des betroffenen Landes, sondern ebenso auf die Märkte anderer Volkswirtschaften¹⁶). Insbesondere für Staaten im Euroraum konnten in einer Reihe von Studien Ansteckungseffekte ("Contagion Effekte") infolge von Herabstufungen durch Ratingagenturen nachgewiesen werden¹⁷).

Schließlich hat auch das in der Finanzindustrie übliche "Issuer-Pays-Modell" (Emittent-zahlt-Modell) für Kritik gesorgt, nach dem die Ratings von den Emittenten bezahlt werden. Ein solches Modell führt zwangsläufig zu Interessenskonflikten, da für die Agenturen starke Anreize bestehen, die Kreditwürdigkeit eines Emittenten oder eines Finanzinstruments besser zu bewerten als sie tatsächlich ist, um so eine günstige Beziehung zum Emittenten aufzubauen und eventuell weitere Aufträge zu generieren¹⁸).

b) Kritik im Zusammenhang mit der Finanzkrise

Dennoch verfügen Ratingagenturen im Finanzsystem in seiner jetzigen Form über eine Schlüsselposition. Der US-amerikanische Journalist Thomas Friedman kommt trotz aller Abwiegelungsversuche seitens der Agenturen zu dem Schluss, dass es neben den Vereinigten Staaten von Amerika nur noch eine weitere Supermacht gebe: "There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United [CF 2014 S. 395]States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful"¹⁹).

Die bedeutende Rolle von Ratings - manche sprechen, wie Friedman, mehr denn je von einer geradezu "zerstörerischen Wirkung" - sehen viele Kritiker durch die Tatsache bestätigt, dass Ratingagenturen einen wesentlichen Anteil an der Entstehung der Finanzkrise von 2007 bis 2009 hatten. Zwar wurde diese durch eine Reihe verschiedener Faktoren verursacht, die einander nicht ausschlossen²⁰). So waren es neben makroökonomischen Ursachen, wie globalen Handels- und Finanzungleichgewichten und historisch niedrigen Leitzinsen, vor allem auch mikroökonomische Gründe, wie ein fehlerhaftes Risikomanagement der Investoren und Finanzinstitute sowie Schwachstellen im Bereich der Bankenregulierung²¹).

Dennoch müssen die Ratingagenturen, vor allem aufgrund des konfliktären Anreizgefüges, in dem sie agieren, als eine weitere Ursache der Finanzkrise angesehen werden. So waren ihre Ratings für die Emission der strukturierten Kreditprodukte quasi unverzichtbar, da diese nur verkauft werden konnten, wenn ihnen die Agenturen im Vorfeld eine gewisse Qualitätsstufe ("Investment Grade") bescheinigten. Hinzu kam, dass die Ratings durch Basel II zusätzliche Bedeutung gewannen, da sie unter anderem auch für die Eigenkapitalunterlegung eine erhebliche Rolle spielen²²). Dieser Bedeutung waren sich die Ratingagenturen selbstverständlich bewusst. Sie nutzten ihre Marktmacht und konnten von den Emittenten für ihre Bewertungen entsprechende Preise verlangen. Geringe Transparenz sowie die hohe Komplexität der Produkte sorgten dafür, dass eine große Abhängigkeit der Marktteilnehmer von den Ratingagenturen bestand²³).

Abgesehen davon, dass die Ratingagenturen mit der Bewertung der Produkte zum Teil selbst überfordert waren, verließen sich nicht nur institutionelle und private Anleger auf deren Urteile, sondern auch Regulierungsbehörden²⁴). Außerdem stellten die Ratingagenturen vorläufige Bonitätsurteile zur Verfügung, so dass die Emittenten bereits im Vorfeld wichtige Informationen darüber erhielten, wie sie ihre Portfolios verbrieft Kredite zu strukturieren hatten.

Schließlich werfen Kritiker den Agenturen vor, die Emittenten sogar dabei beraten zu haben, wie sie ihre Produkte strukturieren mussten, um ein bestimmtes Rating zu erhalten²⁵). Während die leichte Verfügbarkeit von Ratings (die sich später als mangelhaft erweisen sollten) zunächst zu einem schnellen Wachstum des Marktes führte, beschleunigten die später in großer Zahl erfolgenden Herabstufungen der Bewertungen nach Ansicht vieler Beobachter den Zusammenbruch des Marktes für strukturierte Produkte²⁶).

Angesichts der massiven Kritik sowohl am grundsätzlichen Verhalten der Agenturen als auch an ihrer bedeutenden Rolle im Zusammenhang mit der Finanzkrise soll im Folgenden Kapitel gezeigt werden, wie die Ratingagenturen, vor allem die "Großen Drei", überhaupt eine derart dominierende Stellung erlangen konnten.

III. Die Bedeutung der Ratingagenturen

1. Historische Entwicklung

Die Idee des Ratings entstand Mitte des 19. Jahrhunderts in den USA, das erste Rating wurde im Jahr 1909 von John Moody veröffentlicht und bewertete die Anleihe einer US-Eisenbahngesellschaft. Dem Beispiel Moody's folgten 1916 die Poor's Publishing Company, 1922 die Standard Statistics Company und 1924 Fitch Publishing. Im Jahre 1941 fusionierten Standard und Poor's, im Jahre 1997 Fitch mit der IBCA (International Bank Credit Analyst), einer britischen Tochtergesellschaft der französischen FIMALAC (Financière Marc de Lacharriere).

Historisch betrachtet waren es nur einige wenige Ereignisse, die zu der zentralen Stellung der "Großen Drei" führten. Der erste Schritt, mit dem gewissermaßen eine Auslagerung von Bewertungen stattfand, erfolgte in den 1930er Jahren, als amerikanische Behörden die Banken in den USA dazu bewegen wollten, nur noch in sichere Vermögenswerte zu investieren. So erließ die US-amerikanische SEC (Securities and Exchange Commission) 1936 eine Verordnung, die es Banken untersagte, in spekulative Wertpapiere ("Speculative investment securities") zu investieren. Diese sollten ausdrücklich in anerkannten Ratingberichten ("Recognized rating manuals") dokumentiert werden, welche zu dieser Zeit ausschließlich von Moody's, Standard, Poor's und Fitch veröffentlicht wurden. Banken sollten dementsprechend fortan nur solche Anleihen halten, die sich im "Investment Grade" befanden. Das bedeutete, dass Banken nicht länger unabhängig in ihrer Entscheidung waren, aus welchen Quellen - ob verlässlich oder nicht - sie die Informationen beziehen konnten, die die Grundlage für ihre Anlageentscheidungen bildeten. Diese regulatorisch getriebene Entwicklung setzte sich in den folgenden Jahrzehnten in der amerikanischen Versicherungsindustrie und im Bereich der Pensionsfonds fort²⁷).

Zementiert wurde die Schlüsselposition von Moody's, Standard & Poor's und Fitch Rating im Jahr 1975, als die SEC eine Modifizierung der Mindestkapitalanforderungen für Finanzinstitute beschloss. Die SEC beabsichtigte, deren Eigenkapitalanforderungen in Abhängigkeit von der Risikostruktur ihres Vermögensportfolios festzulegen. Zu diesem Zweck wollte sie die Ratingurteile der Agenturen als Risikoindikator heranziehen. Da ihr die Bezugnahme auf bislang "anerkannte Rating-Handbücher" jedoch zu vage war, schuf sie eine neue Kategorie von Ratingagenturen: die NRSROs (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations). Allein deren Ratings waren von nun an für die Bestimmung der Eigenkapitalanforderungen der Banken zulässig. In der Folgezeit übernahmen weitere Regulierungsbehörden die neue NRSRO-Einstufung, und in den frühen 1990er Jahren implementierte die SEC schließlich die NRSRO-Anforderung auch im Bereich der Geldmarktpapiere ("Commercial Papers").

Insgesamt führten diese regulatorischen Bestimmungen dazu, dass das Urteil der Ratingagenturen zum entscheidenden Faktor auf den Finanzmärkten wurde. Banken und Finanzinstitute konnten die Anforderungen von Regulierungsbehörden dadurch erfüllen, dass sie, statt aufwendige eigene Beurteilungen von Finanztiteln vorzunehmen, lediglich den Ratingurteilen der Agenturen folgten. Angesichts der durch den NRSRO-Status privilegierten Stellung der Ratingagenturen gewannen deren Stellungnahmen für die anderen Marktteilnehmer - ob Käufer oder Verkäufer - ein besonderes Gewicht.

2. Die Dominanz der "Großen Drei"

Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings dominieren zwar auch gegenwärtig noch den Markt, sie sind aber nicht die einzigen Ratingagenturen. Tatsächlich listete der Internationale Währungsfonds im Jahr 2010 74 Ratingagenturen weltweit²⁸). Die SEC erkennt in den USA aktuell zehn Agenturen als NRSROs an (Stand November 2013). Bei der ESMA sind aktuell 22 Ratingagenturen registriert (siehe Tab. 3 auf S. 402) und zwei im Rahmen der CRA-Regulierung der EU zertifiziert. Da von diesen 22 Agenturen drei, nämlich die "Großen Drei", eine Konzernstruktur mit insgesamt 16 eingetragenen Rechtspersonen aufweisen, beträgt die Gesamtzahl der als Ratingagentur registrierten Rechtspersonen 35.

De facto sind es jedoch lediglich die großen drei Ratingagenturen, die als "Global Player" weltweit tätig sind und die gesamte Produktpalette des Finanzmarktes bedienen. Die Marktanteile dieser drei - gemessen an der Anzahl

der von ihnen vergebenen Credit Ratings - betragen circa 38% (Moody's), 45% (Standard & Poor's) und 13% (Fitch Rating) (siehe Tab. 2). Damit vereinen sie insgesamt etwa 96% des Weltmarktes für Credit Ratings auf sich²⁹⁾.

Das Oligopol der "Großen Drei" scheint so einfach nicht zu brechen zu sein. Trotz intensiven Werbens vor allem seitens der Politik findet sich de facto niemand, der ihnen Konkurrenz machen will. So hat etwa die Unternehmensberatung Roland Berger ihr Vorhaben der Gründung einer europäischen Ratingagentur (ERA) mangels Geldgeber vorerst auf Eis gelegt. Zunehmend kompliziertere Gesetzentwürfe sowie die Notwendigkeit erheblicher Investitionen lassen die Eintrittsbarrieren in diesem Bereich abschreckend hoch erscheinen³⁰⁾.

Tab. 2: Die Dominanz der "Großen Drei"

	Moody's	S&P	Fitch	Übrige	Gesamt
Ratings gesamt	998.878	1.170.600	348.536	93.568	2.611.582
Anteil in %	38,3	44,8	13,3	3,6	100
Finanzinstitute	56.486	60.700	54.586	38.086	209.858
Versicherungen	3.953	7.800	4.010	-	-
Unternehmen	30.439	45.400	14.427	-	-
Asset-Backed Securities	93.913	108.400	58.315	-	-
Staatsanleihen	814.087	948.300	217.198	-	-
Angestellte Analysten	1.252	1.416	1.096	367	4.131

Quelle: Securities and Exchange Commission (SEC), 2012 Summary report of commission staff's examinations of each nationally recognized statistical rating organization, Washington, DC, 2012, S. 5 und 8, sowie eigene Berechnungen des Autors.

Das folgende Kapitel IV soll deutlich machen, welche Störungen und Unvollkommenheiten am Finanzmarkt bestehen können und welche Aufgabe den Ratingagenturen in diesem Zusammenhang zukommt. Mit anderen Worten: worin besteht der volkswirtschaftliche Nutzen der Agenturen?

IV. Marktunvollkommenheiten und die Rolle von Ratingagenturen

1. Informationsasymmetrien

Ein gut entwickeltes, funktionierendes und stabiles Finanzsystem hat positive Auswirkungen auf die Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft³¹⁾. Es sind Finanzinstitute wie Banken, Wertpapierfirmen oder institutionelle Investoren, die Kapital zusammenführen und diese Ressource - volkswirtschaftlich erwünscht - bestmöglich auf die verschiedenen Investitionsmöglichkeiten verteilen. Zugleich werden Sparer und Investoren durch Finanzmärkte (Aktien-, Anleihe- und Geldmärkte sowie Märkte für Kreditderivate) unmittelbar zusammengeführt, zum Beispiel durch die Emission von Aktien oder Anleihen³²⁾. Die entscheidende, das Wachstum einer Volkswirtschaft fördernde Funktion von Finanzinstituten und -märkten besteht darin, dass sie Informationen über mögliche Kapitalallokationen (Investitionen) einholen und verarbeiten. Diese Informationen werden herangezogen, um Risiken und Renditen von Vermögenswerten zu ermitteln. Beide Institutionen, Finanzinstitute und Finanzmärkte, erleichtern dementsprechend bestimmte Funktionen des ökonomischen Systems, sorgen für eine effiziente Allokation von Ressourcen und fördern damit ein - auch moralisch - hohes Ziel: den gesamtgesellschaftlichen Wohlstand³³⁾.

Der Prozess, innerhalb dessen die Informationen in die Preise der Vermögenswerte einfließen, ist indes äußerst komplex. Die Wirtschaftssubjekte verfügen in der Regel weder über den gleichen Zugang zu allen relevanten Daten noch über die notwendigen Kapazitäten, die Informationen entsprechend zu verarbeiten. Mit anderen Worten: es bestehen Marktunvollkommenheiten, aufgrund derer die Funktionsfähigkeit der Finanzsysteme nicht zu jedem Zeitpunkt gegeben und ihr Wachstumsbeitrag zum gesellschaftlichen Wohlstand entsprechend eingeschränkt ist³⁴⁾.

Die Ursache für die Fehlentwicklungen bei den Vermögenswertpreisen, also den Preisen für Aktien, Anleihen, Gold oder Immobilien, und der daraus resultierenden Fehlallokation von Ressourcen ist in erster Linie bei den sogenannten Informationsasymmetrien zu suchen. Asymmetrische Informationen liegen vor, wenn zwei Vertragsparteien bei Abschluss eines Vertrages und/oder während seiner Erfüllung nicht über dieselben Informationen verfügen und infolge dessen der schlechter informierte Vertragspartner (Prinzipal) die Qualität der ihm vom besser informierten Partner (Agent) angebotenen Güter oder Dienstleistungen nicht vollständig beurteilen kann.

Hieraus ergeben sich zwei zentrale Probleme für das Finanzsystem: Adverse Selection und Moral Hazard. Das Problem der Adversen Selection tritt vor Abschluss eines Vertrages beziehungsweise vor dem Zustandekommen einer Finanztransaktion auf und kann dazu führen, dass Investitionen mit geringerer Qualität eher gewählt werden

als solche mit höherer Qualität. So kann etwa ein Finanzinstitut auf einem klassischen "Market for Lemons"³⁵⁾ ohne zusätzliche Anstrengungen wie Screening³⁶⁾ oder Monitoring³⁷⁾ nur schwer zwischen "guten" und "schlechten" Kreditnehmern unterscheiden. "Gute", das heißt relativ sichere Kreditnehmer scheiden aus dem Markt aus, so dass sich der durchschnittliche Pool der Kreditnehmer verschlechtert. Bei Verwerfungen an den Finanzmärkten oder in konjunkturell schwierigen Zeiten kann dies letztlich dazu führen, dass Finanzinstitute ihre Kreditvergabe erheblich einschränken oder sogar ganz einstellen, obwohl am Markt attraktive Investitionsprojekte mit vergleichsweise geringen Kreditrisiken vorhanden sind³⁸⁾.

Moral Hazard hingegen tritt nach dem Abschluss eines Vertrages beziehungsweise dem Zustandekommen einer Finanztransaktion auf. Der aus der Versicherungswirtschaft stammende Begriff beschreibt das Problem möglicher Anreize eines Versicherungsnehmers, sich nach Vertragsabschluss anders, nämlich risikoreicher zu verhalten als vor Vertragsabschluss. Eine solche Interessendivergenz ist auch am Finanzmarkt zwischen Kreditgeber und -nehmer denkbar. So kann etwa für einen Kreditnehmer nach Abschluss eines Kreditvertrages ein Anreiz entstehen, bei seinen Investitionen eine übermäßig hohe Risikobereitschaft zu entwickeln, vor allem dann, wenn das Finanzinstitut im Verlustfall den größten Teil der Kosten tragen und damit eine Verschlechterung seiner Vermögensposition hinnehmen muss³⁹⁾.

Beide Phänomene, Adverse Selection und Moral Hazard, verursachen letztlich höhere Transaktionskosten mit der möglichen Folge, dass nützliche Transaktionen auf den betroffenen Märkten eingeschränkt werden oder gänzlich wegfallen. Das bedeutet, dass beim Vorliegen asymmetrischer Informationen die ökonomische Ressource Kapital nicht seiner bestmöglichen Verwendung zugeführt und die wachstumsfördernde Wirkung von Finanzinstituten und Finanzmärkten eingeschränkt wird.

Daneben entstehen im Zusammenhang mit der Gewinnung und Verarbeitung von Informationen erhebliche Kosten. Die Folge sind unvermeidbar Trittbrettfahrerprobleme, die sich aus dem Prinzip der Nicht-Ausschließbarkeit bei öffentlichen Gütern ergeben. Wenn die einzelnen Wirtschaftssubjekte (z.B. Investoren) davon ausgehen können, dass andere die Kosten für die Bereitstellung des Gutes (Informationen) übernehmen, dann besteht für sie keinerlei Anreiz, dieses Gut selbst zu beschaffen (durch Einholen und Verarbeiten der Informationen) oder für dessen Nutzung zu bezahlen. Hinzu kommt, dass der Aufwand für die Gewinnung und Verarbeitung von Informationen im Verhältnis zum Ertrag vergleichsweise hoch ist. Auch hier besteht also nur ein geringer Anreiz für den Einzelnen, diese Kosten zu tragen. Die Folge ist eine grundsätzliche Tendenz, vergleichsweise wenig in das Sammeln und Verarbeiten von Informationen zu investieren⁴⁰⁾.

2. Die Rolle der Agenturen

Ratingagenturen können hier insofern die Lösung des Problems darstellen, als sie in einer Welt asymmetrischer Informationen allen beteiligten Marktteilnehmern den Zugang zu den notwendigen Informationen ermöglichen. Sie können durch die Bereitstellung einheitlicher und klarer Informationen über die mit den verschiedenen Finanzinstrumenten verbundenen Kreditrisiken zur Überwindung der Informationsasymmetrien zwischen Investoren und kreditsuchenden Unternehmen beitragen. Dies gilt insbesondere dann, wenn Kredit[CF 2014 S. 398]geber direkt mit Kreditnehmern in Kontakt treten und dabei keine Möglichkeit haben, etwa über Bankenintermediation, Informationen über den Kreditnehmer einzuholen und zu verarbeiten⁴¹⁾. Dies gilt umso mehr angesichts der zunehmenden Komplexität vieler neuer Finanzprodukte.

Ratingagenturen können also Informationskosten reduzieren und die Preistransparenz verbessern. Eine eingehende Analyse des Kreditrisikos wäre für die meisten Investoren kaum praktikabel und darüber hinaus auch ineffizient, vor allem dann, wenn die Anteile nur einen geringen Teil ihres gesamten Portfolios ausmachen. Darüber hinaus stellen die standardisierten Bonitätsbeurteilungen der Ratingagenturen eine wichtige Orientierungshilfe gerade für kleinere Investoren dar, die sich eine eigene Risikoeinschätzung nicht leisten, auf diese Weise aber dennoch in den Markt eintreten können. Ratings können also zur Senkung der Kapitalkosten und damit zu einer Vergrößerung der Zahl potenzieller Kapitalnehmer beitragen⁴²⁾.

Daneben erfüllen Ratings aber auch aus Sicht potenzieller Emittenten wichtige Funktionen. Ein Kreditnehmer kann, etwa um bestimmte Anlegerkreise anzusprechen, potenziellen Kreditgebern freiwillig bestimmte interne Information zukommen lassen, um dadurch deren Informationsstand zu erhöhen und so bestehende Informationsasymmetrien zu verringern. Mit Hilfe eines solchen "Signalings" signalisiert er potenziellen Investoren seine Glaubwürdigkeit und Seriosität als Schuldner - und reduziert dabei in aller Regel auch seine Fremdkapitalkosten. Er kann dies aber auch tun, indem er selbst ein Rating in Auftrag gibt, was im Vergleich zum direkten "Signalling" eine noch höhere Glaubwürdigkeit aufgrund einer gewissen Objektivität der Agenturen aufweist. Ratings fungieren also insofern als eine Art Zertifikat oder Gütesiegel, das die Marktchancen einer Emission erhöht.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass Ratings im Verhältnis Kreditgeber-Kreditnehmer Anreize schaffen können, die den Kreditnehmer von kreditgeberschädigenden Handlungen abhalten und stattdessen zu einer Interessenangleichung und Nutzenmaximierung beider Seiten führen. Ratings können so in gewisser Weise als

ein Sanktionsmechanismus fungieren, mit dessen Hilfe dem Kreditnehmer im Falle unzureichender Informationsübermittlung ein materieller Schaden beispielsweise in Form höherer Kapitalkosten zugefügt werden kann.

Zertifizierungsleistungen stellen somit eine weitere nützliche Funktion von Ratingagenturen dar. Ratings werden für die Klassifizierung von Finanztiteln in den Qualitätsstufen Investment-Grade oder Non-Investment-Grade verwendet, was Einfluss auf die institutionelle Nachfrage hat und als Kriterium für die Beurteilung der Anlagequalität herangezogen wird. Darüber hinaus haben die Bewertungen der Agenturen eine große Bedeutung für den Aufsichts- und Regulierungsprozess. So werden beispielsweise Ratings bei der Berechnung der Baseler Eigenkapitalanforderungen oder der Beurteilung von Offenlegungspflichten herangezogen⁴³). Ebenso spielen sie eine Rolle bei der Frage der Beleihbarkeit von Vermögenswerten durch die Zentralbanken⁴⁴).

Daneben haben die Ratingagenturen eine Kontroll- beziehungsweise Überwachungsfunktion. Durch ein frühzeitiges Signalisieren der Absicht, eine Veränderung des Ratings vorzunehmen, können sie Emittenten dazu bewegen, Korrekturmaßnahmen zu ergreifen und so möglicherweise eine Herabstufung zu vermeiden. Sie tun dies in der Regel durch die Veröffentlichung von sogenannten Outlooks und Watchlists⁴⁵). Während sich Outlooks (Prognosen) auf die mittelfristige Entwicklung eines Credit Ratings beziehen, betreffen Watchlists einen kürzeren Zeithorizont, im Durchschnitt etwa drei Monate. Im Vergleich zu anderen öffentlich zugänglichen Daten gelten diese Instrumente im Allgemeinen als sehr gute Indikatoren für zukünftige Veränderungen von Ratingnoten⁴⁶).

Bei der Emission von strukturierten Produkten spielt schließlich auch die Beratung durch Ratingagenturen eine wichtige Rolle. Da Emittenten oftmals bereits im Vorfeld eine konkrete Ratingvorstellung für ihre Produkte haben, wirken die Agenturen in solchen Fällen aktiv am Strukturierungsprozess des Wertpapiers mit, um sicherzustellen, dass die Kriterien für das gewünschte Ratingurteil auch erfüllt werden können⁴⁷).

Im Folgenden Kapitel werden überblickhaft die wichtigsten Maßnahmen zur Regulierung der Ratingagenturen sowie die sich daraus ergebenden Konsequenzen für den Finanzmarkt dargestellt.

V. Die Regulierung von Ratingagenturen als Reaktion auf die Finanzkrise

Bis zum Jahr 2009 galt für Ratingagenturen im Wesentlichen der nicht rechtsverbindliche Verhaltenskodex der IOSCO (International Organisation of Securities Commissions), der sogenannte "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating agencies". Dieser Kodex hatte sich, nicht zuletzt aufgrund der Freiwilligkeit seiner Befolgung, nach Ansicht vieler Behörden und Institutionen als unzureichend erwiesen. Daher hatte als Reaktion auf die Finanzkrise eine Reihe von Behörden und Institutionen die Rolle der Ratingagenturen untersucht und daraufhin Empfehlungen abgegeben, wie die festgestellten Probleme⁴⁸) behoben werden könnten⁴⁹).

[CF 2014 S. 399]

So trat im Juli 2010 in den USA der sogenannte Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act in Kraft, der eine umfassende Reform der US-Finanzaufsicht darstellt. Zu den vorrangigen Zielen dieses Gesetzes gehören die Förderung der Stabilität des US-Finanzmarkts durch die Einrichtung des FSOC (Financial Stability Oversight Council), die Verbesserung der Rechenschaftspflicht und der Transparenz im Finanzsystem, die Beseitigung der Annahme eines "Too Big To Fail", wonach große Finanzinstitute bei Schwierigkeiten mit staatlicher Hilfe rechnen können, sowie der Schutz von Verbrauchern und Steuerzahlern vor unlauteren Geschäftspraktiken von Finanzdienstleistern⁵⁰).

Noch vor dem Dodd-Frank Act wurde allerdings auf europäischer Ebene im September 2009 die Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen durch das Europäische Parlament und den Rat verabschiedet⁵¹). Die Verordnung wurde im Mai 2013 durch die Änderungsverordnung (EU) Nr. 462/2013 ergänzt⁵²). Die drei wesentlichen Elemente dieses europäischen Regulierungsansatzes bestehen im Zulassungsverfahren für Ratingagenturen, den Verhaltensregeln für registrierte Ratingagenturen sowie der Beaufsichtigung der Ratingagenturen durch die ESMA⁵³).

Die Regulierungen betreffen Ratingagenturen, die in der EU registriert sind. Haben Agenturen ihren Sitz in der EU, so müssen sie sich, wenn sie ein Rating in der EU für die Zwecke von Artikel 2 (1)⁵⁴) abgeben möchten, bei der ESMA registrieren lassen⁵⁵). Diese Registrierung als Ratingagentur ist die Voraussetzung für die Anerkennung als sogenannte externe Ratingagentur oder ECAI (External Credit Assessment Institution) gemäß Anhang VI Teil 2 der Richtlinie 2006/48/EG⁵⁶). Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungsunternehmen und andere dürfen für aufsichtsrechtliche Zwecke fortan nur Ratings von Ratingagenturen verwenden, die ihren Sitz in der Union haben und gemäß der Verordnung registriert sind⁵⁷).

Die EU-Regulierung enthält außerdem eine Reihe von Verhaltensregeln, die auf die Erhöhung der Transparenz, Unabhängigkeit und Objektivität des Ratingprozesses abzielen. So müssen registrierte Ratingagenturen offenlegen, welche Methoden, Modelle und grundlegenden Annahmen sie bei ihren Ratingtätigkeiten

verwenden⁵⁸). Sie müssen ferner geeignete Verfahren anwenden, die sicherstellen, dass die abgegebenen Ratings auf einer gründlichen Analyse aller Informationen basieren. Darüber hinaus müssen die Agenturen gewährleisten, dass die ihren Ratings zugrundeliegenden Informationen von ausreichend guter Qualität sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Des Weiteren sind die Agenturen angehalten, sowohl ihre Ratings als auch die angewendeten Methoden laufend (mindestens einmal pro Jahr) zu überprüfen⁵⁹. Gleichzeitig müssen sie einmal pro Jahr einen Transparenzbericht vorlegen, der unter anderem Angaben zur Rechtsstruktur und den Besitzverhältnissen der Agentur, eine Beschreibung der internen Kontrollmechanismen, Statistiken über die Zuweisung von Personal, Prüfungsergebnisse der Ratings und Methoden sowie Finanzinformationen über die Einnahmen der Agentur enthält⁶⁰.

Zur Vermeidung von Interessenskonflikten sind Ratingagenturen verpflichtet, bei der Bewertung von Wiederverbriefungen (Verbriefungspositionen, die ihrerseits Verbriefungen enthalten) nicht länger als vier Jahre lang Ratings für neue Wiederverbriefungen abzugeben, denen Aktiva desselben Originators (Verkäufers der betreffenden Vermögensposition) zugrunde liegen⁶¹. Des Weiteren muss ein Emittent, der ein Rating für ein strukturiertes Finanzinstrument in Auftrag geben will, mindestens zwei Ratingagenturen beauftragen, unabhängig voneinander ein entsprechendes Rating abzugeben. Hierbei hat er zu prüfen, ob mindestens eine Agentur, deren Marktanteil höchstens zehn Prozent des Gesamtmarktes beträgt, nach Einschätzung des Emittenten in der Lage ist, ein solches Rating durchzuführen⁶².

Um eine ausreichende personelle Unabhängigkeit sicherzustellen, müssen Ratingagenturen durch geeignete interne Maßnahmen Sorge tragen, dass die unmittelbar am Ratingprozess beteiligten Analysten über angemessene Kenntnisse und Erfahrungen bezüglich der ihnen zugewiesenen Aufgaben verfügen. Außerdem sind sie verpflichtet, ein geeignetes graduelles Rotationssystem für die einzelnen Ratinganalysten einzuführen⁶³. Zur personellen Unabhängigkeit gehört ebenfalls, dass die in den Ratingprozess involvierten Mitarbeiter nicht von den Einkünften abhängig sind, die die Agentur mit den bewerteten Unternehmen erzielt⁶⁴.

Um ferner zu gewährleisten, dass die Verhaltensregeln von den Ratingagenturen befolgt werden, enthält die EU-Regulierung eine Reihe von Leitlinien, die die Beaufsichtigung durch die ESMA näher spezifizieren. So wird in der Verordnung beispielsweise geregelt, welche Verfahrensvorschriften die ESMA bei der Ergreifung von Aufsichtsmaßnahmen zu beachten hat und wie allgemeine Untersuchungen und Prüfungen vor Ort auszusehen haben⁶⁵. Weiterhin beinhaltet die Verordnung Vorschriften zu Sanktionen, Geldbußen und Zwangsgeldern⁶⁶.

Schließlich liegt ein wichtiger Aspekt der Regulierung von Ratingagenturen in der zivilrechtlichen Haftung. Hier hat die [CF 2014 S. 400]EU-Verordnung eine Veränderung herbeigeführt. Konnten die Ratingagenturen bisher argumentieren, dass es sich bei ihren Urteilen um Stellungnahmen beziehungsweise Meinungen ("opinions") handelt, und sich so vor regulatorischen Eingriffen, vor allem aber auch vor Gerichtsverfahren schützen, so können Anleger oder Emittenten nun von einer Agentur Ersatz für entstandenen Schaden verlangen. Voraussetzung ist der Nachweis, dass sich die Ratingagentur vorsätzlich oder grob fahrlässig einer der in Anhang III aufgeführten Zuwiderhandlungen⁶⁷ schuldig gemacht hat und sich dies auf ein Rating ausgewirkt hat. Die Nachweispflicht liegt hier allerdings auf Seiten der Anleger beziehungsweise Emittenten⁶⁸.

Im Folgenden Kapitel VI soll versucht werden, eine vorsichtige Bewertung der Regulierungsmaßnahmen vorzunehmen. Vor allem soll erörtert werden, ob und inwieweit die genannten Regulierungsmaßnahmen geeignet sind, eine erneute Krise zu verhindern oder zumindest zu erschweren.

VI. Bewertung der Maßnahmen

Im Folgenden Kapitel sollen vier wesentliche Fragen beantwortet werden. Sind die genannten EU-Regulierungsmaßnahmen geeignet, einen erneuten Ausbruch der Krise zu verhindern oder zumindest zu erschweren? Führen sie - und erreichen sie damit eines der wichtigsten Ziele der Regulierung - zu mehr internen Analysen und damit zu einer größeren Unabhängigkeit von externen Ratings⁶⁹? Wurde die Macht der "Großen Drei" durch die bisherigen Maßnahmen tatsächlich eingeschränkt? Ist die auf den ersten Blick sinnvoll erscheinende zivilrechtliche Schadenshaftung der Agenturen angesichts der Beweislast seitens der Anleger beziehungsweise Emittenten überhaupt durchführbar?

1. Die Maßnahmen der Europäischen Kommission sind für sich betrachtet zweifellos sinnvoll und richtig, machen sie doch einen erneuten Ausbruch der Krise weniger wahrscheinlich und, sollte es doch dazu kommen, vermutlich weniger schwerwiegend⁷⁰. Die Frage, ob sich durch sie zukünftige Finanzkrisen vermeiden lassen, ist allerdings kaum seriös zu beantworten. Wie alle Interaktionen zwischen Staat und Privaten, so erfolgen auch die zwischen Regulierungsbehörden und Finanzindustrie nach dem Prinzip gegenseitiger Anpassung. Auf ein offenkundiges Fehlverhalten auf Seiten der Privaten (Finanzkrise) folgt eine Änderung der Spielregeln seitens der Behörden (EU-Regulierung). Die Finanzindustrie einschließlich ihrer Lobbygruppen wird sich - aus ihrem legitimen Gewinnmaximierungskalkül heraus - den neuen Rahmenbedingungen anpassen und ihrerseits neue Strategien entwickeln. Das stetig wechselnde Spiel von Aktion und Reaktion, von Veränderungen der

Finanzlandschaft einerseits und entsprechenden staatlichen Regulierungen andererseits erlauben letztlich keine verlässlichen Aussagen über die Erfolgsaussichten der jüngsten Regulierungsbemühungen⁷¹⁾.

So kann die Europäische Regulierung kaum verhindern, dass auch in Zukunft komplexe Finanzprodukte entwickelt werden, deren Risiken von potenziellen Investoren nicht überblickt und daher unterschätzt werden. Die nahe liegende Lösung, derartige Instrumente grundsätzlich zu verbieten, stellt jedoch keine sinnvolle Alternative dar. Zum einen wird dadurch die grundsätzliche Freiheit der globalen Märkte eingeschränkt, vor allem aber werden produktivitätssteigernde Innovationen verhindert und damit eine grundlegende Funktion des Marktes, nämlich eine verbesserte Ressourcenallokation gehemmt. Es gilt insofern, das richtige Maß zu finden zwischen Sicherheit und Transparenz des Marktes einerseits und seiner wohlstandssteigernden Funktion andererseits. Die bisher erfolgten Maßnahmen für eine Verbesserung der Kundeninformationen etwa durch umfangreichere Offenlegungspflichten oder eine bessere Standardisierung und Dokumentierung von Finanzprodukten sind unbestreitbar Schritte in die richtige Richtung, auf die aber noch weitere Reformen folgen müssen⁷²⁾.

2. Die grundsätzlich wünschenswerte Intention der EU-Regulierung, die Abhängigkeit von externen Ratings zu verringern beziehungsweise Kreditinstitute und Investoren dazu zu veranlassen, sich möglichst auf eigene Bonitätsbeurteilungen zu verlassen, weist in ihrer Umsetzung nach wie vor erhebliche Schwierigkeiten auf. So wird etwa in den Erwägungsgründen der europäischen Verordnung betont, dass die Nutzer der Ratings diesen nicht blind vertrauen, sondern eigene Analysen vornehmen und die den Ratings zugrunde liegenden Unterlagen kritisch prüfen sollen⁷³⁾. Unabhängig von der Frage, ob die Betroffenen dazu in der Lage sind, könnte die Regulierung an sich bereits von den Marktteilnehmern falsch interpretiert werden, nämlich als eine Art Legitimation der Tätigkeit der Agenturen. Es könnte fälschlicherweise der Eindruck erweckt werden, dass auf Ratings, gerade aufgrund der gesetzlichen Reglementierung, grundsätzlich Verlass ist. Damit stellt sich die Frage, ob mit der europäischen Verordnung nicht gerade das Gegenteil dessen erreicht wird, was eigentlich bezweckt werden sollte, nämlich eine geringere Abhängigkeit von externen Ratings.

Darüber hinaus drängen sich weitere Fragen auf⁷⁴⁾. Führt eine umfangreichere Reglementierung der Ratingtätigkeit tatsächlich zu besseren und verlässlicheren Einschätzungen seitens der Agenturen? Generieren dagegen interne Ratings bessere Ergebnisse? Der Verlauf der Finanzkrise lässt daran erhebliche Zweifel aufkommen, hat sie doch gravierende Schwächen interner Risikobewertungen offenbart. Unterliegen die [CF 2014 S. 401] Finanzinstitute und Investoren keinen Interessenkonflikten und sind deren Informationsquellen verlässlicher als die der Ratingagenturen?

Schließlich führen interne Ratings zu einem weiteren Problem. Die Aufsichtsbehörde, die die internen Bewertungen abnehmen muss, wird dadurch letztlich zu einer in der Verantwortung stehenden Instanz, was weder von der Aufsicht selbst gewünscht sein kann noch der Reputation und der politischen Stellung einer Aufsichtsbehörde - besonders im Nichterfolgsfall - zuträglich wäre⁷⁵⁾.

3. Die Macht der großen Ratingagenturen beruht im Wesentlichen auf vier Faktoren, erstens der besonderen Rolle, die ihnen die Aufsichtsbehörden selbst im Rahmen der Regulierungen gegeben haben; zweitens auf dem so genannten "convenience factor", den externe Ratings für Emittenten und Investoren, aber auch für Regulierungsbehörden darstellen, da diese notwendige Ressourcen und Knowhow nicht selbst bereit stellen müssen; drittens auf der Möglichkeit, die Verantwortung für Risikoeinschätzungen zu delegieren; und viertens auf der oligopolistischen Struktur des Ratingmarktes. Da sich an diesen Faktoren durch die Regulierung nichts Grundlegendes geändert hat, kann auch die Macht der "Großen Drei" nicht wesentlich eingeschränkt worden sein. Angesichts der hohen Markteintrittsbarrieren ist hier vorerst auch keine Änderung der vorhandenen Strukturen zu erwarten. Neuen Ratingagenturen mangelt es nach wie vor an Renommee und Akzeptanz seitens der Investoren, wodurch wiederum auch die Emittenten mit der Vergabe von Ratingaufträgen zurückhaltend sind. Hinzu kommt, dass angesichts erheblicher Überschneidungen innerhalb der Aktionärsbasis von Standard & Poor's und Moody's Investors Service ein vergleichsweise geringer Anreiz zum Wettbewerb besteht⁷⁶⁾.

Die Etablierung einer europäischen Ratingagentur stellt trotz der oben beschriebenen Mängel und Probleme⁷⁷⁾ nach wie vor eine sinnvolle Alternative dar. Neben den wohlfahrtsökonomischen Vorteilen einer Steigerung des Wettbewerbs läge ihr Nutzen vor allem in einem besseren Verständnis der Struktur der europäischen Finanzwirtschaft, aber auch in einer grundsätzlichen Stärkung des europäischen Finanzplatzes⁷⁸⁾.

4. Mit der Einführung von Schadensersatzansprüchen für private und öffentliche Anleger scheinen die Regulierungsbehörden, zumindest bei vorsätzlichen oder grob fahrlässigen falschen Ratings, eine scharfe Waffe gegen die Agenturen entwickelt zu haben. Ein genauerer Blick zeigt jedoch, dass die neue Regelung diesen Anspruch nicht erfüllt. Um Schadensersatzansprüche zu begründen, müssen Emittent oder Anleger sowohl eine Pflichtverletzung durch die Agentur als auch eine Auswirkung auf das betreffende Rating beweisen, was de facto kaum möglich ist. Emittenten haben hier zwar insofern einen gewissen Vorteil, als sie den Beweis für ein sorgfaltswidriges Rating eher erbringen können als Anleger. Aufgrund ihres engen Kontaktes mit der Agentur während des Ratingvorgangs können sie anhand der weitergegebenen Informationen eigene Berechnungen durchführen. Andererseits sind sie aufgrund der marktbeherrschenden Stellung der Agenturen auch weiterhin auf

diese angewiesen. Geschädigte Unternehmen werden daher in der Regel von einer Klageerhebung absehen, da sie für künftige Kapitalmarkttransaktionen mindestens ein Rating von einer der drei großen Agenturen benötigen⁷⁹⁾.

VII. Fazit und Ausblick

Ratingagenturen nehmen eine zentrale Position im internationalen Finanzsystem ein. Zweifellos können ihre Urteile, etwa aufgrund von Klippeneffekten, erhebliche negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben - und dies nicht nur in den von den Ratings betroffenen Volkswirtschaften. Zudem können diese Effekte durch ein übermäßiges Vertrauen der Marktteilnehmer von den Investoren über die Emittenten bis hin zu den Regulierungsbehörden verstärkt werden. Dennoch erfüllen Ratingagenturen wichtige nützliche Funktionen, die weit über die Beseitigung von Informationsasymmetrien hinausgehen. So übernehmen sie quasi-regulatorische Aufgaben und stellen so ein öffentliches Gut bereit, indem sie das Emittenten wie auch Finanztiteln zugrunde liegende Kreditrisiko einschätzen und damit unter anderem auch die Eigenkapitalanforderungen von Finanzinstituten bestimmen - ein zentraler Aspekt des Aufsichtswesens und damit auch der Finanzstabilität als solcher. Gleiches gilt für die Kreditwürdigkeit von Unternehmen und Staaten.

Trotz der weiterhin bestehenden Mängel⁸⁰⁾ kann festgestellt werden, dass bezüglich der Regulierung von Ratingagenturen seit der Finanzkrise Fortschritte erzielt wurden. In Europa tätige Agenturen haben sich einem strengen Zulassungsverfahren zu unterziehen. Sie müssen nicht nur eine Vielzahl an Auflagen erfüllen, die Transparenz, Unabhängigkeit und Objektivität betreffen, sondern auch ihre Methoden offenlegen sowie ihre Ratings einem permanenten Monitoring durch die Aufsichtsbehörden unterwerfen.

Ungeachtet der derzeitigen Bemühungen seitens der Politik hin zu einer geringeren Abhängigkeit von externen Ratings wird den Agenturen und deren Einschätzung der Kreditwürdigkeit auch in Zukunft eine entscheidende, ja unverzichtbare Rolle bei der Sammlung und Verarbeitung von Informationen zukommen. Ratingurteile sowie Outlooks und Watchlists stellen nach wie vor einen wesentlichen Informationsgewinn für das Finanzsystem dar. Die Ratingtätigkeit und die Weiterentwicklung ihrer Methoden tragen sowohl zu effizienteren als auch zu stabileren Finanzmärkten bei. Ratingprozesse sind gleichermaßen wesentliche Voraussetzung wie auch Instrument für die Gewährleistung eines reibungslosen Funktionierens des Finanzwesens. Die Verbriefung in [CF 2014 S. 402] der heute praktizierten Form - ein Grundpfeiler der nationalen und internationalen Finanzaktivität - wäre ohne Ratings praktisch undenkbar. Insofern werden Ratingagenturen auch weiterhin eine zentrale Rolle im Finanzwesen spielen.

VIII. Anhang

Tab. 3: Liste der durch die ESMA zertifizierten und registrierten Ratingagenturen

Name der Ratingagentur	Sitz
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	UK
Companhia Portuguesa de Rating SA (CPR)	Portugal
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Germany
Axesor SA	Spain
BCRA-Credit Rating Agency AD	Bulgaria
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Cyprus
CERVED Group S.p.A.	Italy
Creditreform Rating AG	Germany
CRIF S.p.A.	Italy
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	Italy
DBRS Ratings Limited	UK
Euler Hermes Rating GmbH	Germany
European Rating Agency, a.s.	Slovakia
Ferri EuroRating Services AG	Germany
Fitch Deutschland GmbH	Germany
Fitch France S.A.S.	France
Fitch Italia S.p.A.	Italy
Fitch Polska S.A.	Poland
Fitch Ratings CIS Limited	UK
Fitch Ratings España S.A.U.	Spain
Fitch Ratings Limited	UK

GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	Germany
ICAP Group SA	Greece
Japan Credit Rating Agency Ltd	Japan
Kroll Bond Rating Agency	USA
Moody's Deutschland GmbH	Germany
Moody's France S.A.S.	France
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Cyprus
Moody's Investors Service España S.A.	Spain
Moody's Investors Service Ltd	UK
Moody's Italia S.r.l.	Italy
Scope Ratings GmbH	Germany
Spread Research	France
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	UK
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	France
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Italy
The Economist Intelligence Unit Ltd	UK
Quelle: Amtsblatt der Europäischen Union C 201/11 (Letzte Aktualisierung: 01.07.2013), nähere Angaben siehe S. 1 (2).	

Informationen zu den Autoren

Dr. Ulrich Chiwitt studierte zunächst Betriebswirtschaftslehre an den Universitäten Bochum und Köln mit Abschluss Dipl.-Kfm., später Philosophie, Politikwissenschaft und Wirtschaftsgeschichte mit anschließender Promotion zum Dr. Phil. an der Universität Düsseldorf. 1979 gründete er die Lisa-Mode-GmbH, die er mehr als 30 Jahre lang als geschäftsführender Gesellschafter leitete. Nach Lehrtätigkeiten an den Universitäten Düsseldorf und Witten-Herdecke lehrt Ulrich Chiwitt seit 2008 Wirtschafts- und Unternehmensethik an der Universität Duisburg-Essen. Seit 2012 ist er Lehrbeauftragter an der FOM.

Fußnoten:

- 1) Siehe European Securities and Markets Authority, Credit Rating Agencies - Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls, ESMA/2013/1775, 02/12/2013, Paris, 2013, S. 11 ff.
- 2) Siehe Moody's Investors Service, Rating symbols and definitions, Moody's Investors Service, September, New York, 2013, S. 4.
- 3) Siehe White, The Credit Rating Industry, An Industrial Organizational Analysis, in: Levich/Majnoni/Reinhart (Hrsg.), Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, Boston, 2002, S. 47.
- 4) Verordnung (EG) 1060/2009, Artikel 3(1) a.
- 5) Siehe z.B. International Monetary Fund, The uses and abuses of sovereign credit ratings, in: Global Financial Stability Report, Chapter 3, International Monetary Fund, Washington, October 2010, S. 98 (99).
- 6) Verordnung (EG) 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.09.2009 über Ratingagenturen, Amtsblatt EU 2009 L 302 vom 17.11.2009 (Verordnung 1060/2009), Stand: 20.06.2013, Artikel 3(1),a,ii.
- 7) Vgl Katz/Salinas/Stephanou, Credit Rating Agencies - No easy regulatory solutions, Crisis Response Note Number 8/2009, World Bank, Washington, 2009, S. 1 sowie Kiff, Sovereign credit ratings, Help or hindrance?, in: BIS (Bank for International Settlements) Papers No. 72, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, 2013, S. 34.
- 8) Strukturierte Produkte sind komplexe und damit schwer zu bewertende Kombinationen aus klassischen Produkten wie Aktien oder festverzinslichen Anlagen und aus diesen abgeleiteten Termingeschäften (Derivate).
- 9) Es handelt sich im Folgenden um Kritikpunkte vor der Regulierung durch die EU.
- 10) Siehe Amtenbrink/de Haan, Credit rating agencies, De Nederlandsche Bank, DNB Working Paper No. 278, 2011, S. 17.
- 11) Siehe International Monetary Fund, International capital markets: Developments, prospects, and key policy issues, International Monetary Fund, Washington, 1999, S. 31, Sy, The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets, IMF Working Paper WP/09/129, 2009, S. 3 (4).
- 12) Siehe z.B. Alfonso/Furceri/Gomes, Sovereign credit ratings and financial markets linkages - Application to European data, ECB Working Paper No. 1347, 2011, S. 4 (6).
- 13) Siehe Deutsche Bundesbank, Neue Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute (Basel II) in: Monatsbericht September 2004, S. 75 (88) sowie Deutsche Bundesbank, Basel III - Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken, Zentralbereich Banken und Finanzaufsicht, Frankfurt, 2011, S. 7 (20).
- 14) Man spricht von einem Klippeneffekt, wenn die Herabstufung eines einzelnen Wertpapiers unverhältnismäßige Auswirkungen auf den gesamten Finanzmarkt hat. Um dies zu verhindern, fordert die Europäische Kommission eine grundsätzliche Verringerung der aus ihrer Sicht "übermäßigen Rückgriffe auf externe Ratings". Siehe Europäische Kommission, Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen, Zusammenfassung der Folgenabschätzung, Brüssel, 2011, S. 4.
- 15) Vgl. Kiff, Sovereign credit ratings, Help or hindrance?, in: BIS (Bank for International Settlements) Papers No. 72, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, 2013, S. 35 (36), Veron, What can and cannot be done about rating agencies, Policy Brief Number PB11-21, Peterson Institute for International Economics, Washington, 2011, S. 2 (3) sowie European Commission, Public consultation on credit rating agencies, 05.11.2010, unter: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf (Letzter Zugriff: 19.12.2013), S. 13.

- 16) Siehe z.B. Sy, Emerging market bond spreads and sovereign credit ratings: Reconciling market views with economic fundamentals, *Emerging Markets Review* 3:4/2002 S. 380 (408), Brooks/Faff/Hillier/Hillier, The national market impact of sovereign rating changes, *Journal of Banking and Finance* 28:1/2004 S. 233 (250) oder Hooper/Hume/Kim, Sovereign rating changes - do they provide new information for stock markets? *School of Banking and Finance, The University of New South Wales*, Published in: *Economic system* 32:2/2008 S. 142 (166).
- 17) Siehe z.B. Alfonso, A./Furceri, D./Gomes, P., Sovereign credit ratings and financial markets linkages - Application to European data, ECB Working Paper No. 1347, 2011, S. 17 f., Arezki/Candelon/Sy, Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt crisis, IMF Working Paper WP/11/68, 2011, S. 14 ff. oder Baum/Karpava/Schäfer/Stephan, Credit rating agency announcements and the Eurozone sovereign debt crisis, *DIW Discussion Papers* No. 1333, 2013, S. 1 (17).
- 18) Vgl. Pagano/Volpin, Credit ratings failures and policy options, *Economic Policy*, April 2010, S. 412 ff. In diesem Zusammenhang ist allerdings darauf hinzuweisen, dass auch die oft diskutierte Alternative des "Investor pays" nicht frei ist von Interessenskonflikten oder anderen Nachteilen. So können auch Investoren ein Interesse an höheren oder auch niedrigeren Ratings haben und versuchen, diese zu beeinflussen. Ebenso wenig führt das Modell zwingend zu mehr Transparenz oder einem breiteren Zugang zu Ratings.
- 19) Friedman, The News Hour with Jim Lehrer: Interview with Thomas L. Friedman, PBS (Public Broadcasting Service), 13.02.1996, unter: <http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html> (Letzter Zugriff: 19.12.2013).
- 20) Vgl. zum Folgenden Mohr, *Institutionelle Vorkehrungen im Bereich der Bankenregulierung zur Gewährleistung von Finanzstabilität*, Berlin, 2011, S. 128 ff.
- 21) Siehe BIZ, *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*, 79. Jahresbericht, Basel, 2009, S. 5 ff.
- 22) Die seit 1988 geltende Regelung der Eigenkapitalunterlegung von Banken (Basel I) wurde zum 1.1.2007 durch die neue Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) ersetzt. Anstelle der wenig differenzierten Kapitalanforderungen für Kreditrisiken in Basel I fordert die neue Regelung eine stärkere Orientierung an den konkreten, jeweils eingegangenen Kreditrisiken der Banken. Darüber hinaus fordert Basel II stärkere bankinterne Kontrollen sowie eine erweiterte Offenlegung von Eigenkapitalstruktur und eingegangenen Risiken mit dem Ziel, Anreize zur Selbstdisziplinierung der Banken zu schaffen. Seit dem 1.1.2014 ist Basel III in Kraft, das - nicht zuletzt infolge der Finanzkrise - vor allem eine erhöhte Eigenkapitalausstattung der Banken fordert.
- 23) Siehe Franke/Krahn, *Instabile Finanzmärkte, Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 10:4/2009 S. 335 (366).
- 24) Siehe Katz/Salinas/Stephanou, *Credit Rating Agencies - No easy regulatory solutions*, Crisis Response Note Number 8/2009, World Bank, Washington, 2009, S. 2 (3), BIZ (2009), S. 10 sowie Cantor/Mann, *Are corporate bond ratings procyclical? An Update*, Moody's Investor Services, Moody's Global Credit Policy, Special Comment, New York, May 2009, S. 28.
- 25) Siehe Tirole, *Lessons from the crisis*, in: Dewatripont/Rochet/Tirole (Hrsg.), *Balancing the bank - Global lessons from the financial crisis*, Princeton: Princeton University Press, 2010, S. 21 (22).
- 26) Siehe Katz/Salinas/Stephanou, *Credit Rating Agencies - No easy regulatory solutions*, Crisis Response Note Number 8/2009, World Bank, Washington, 2009, S. 3.
- 27) Vgl. auch zum Folgenden White, *The credit rating agencies*, *Journal of Economic Perspectives* 24:2/2010 S. 211 (226) sowie Jeon/Lovo, *Credit rating industry: A helicopter tour of stylized facts and recent theories*, *International Journal of Industrial Organization* 31:5/2013 S. 643 (651). Siehe auch Langohr/Langohr, *The Rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work, and why they are relevant*, Chichester, 2008, S. 376 sowie Sylla, *An historical primer on the business of credit ratings*, in: Levich/Reinhart/Majnoni (Hrsg.), *Ratings, rating agencies, and the global financial system*, Boston: Kluwer, 2001, S. 19 (40) mit jeweils ausführlichen Nachweisen.
- 28) Siehe International Monetary Fund, *The uses and abuses of sovereign credit ratings*, in: *Global Financial Stability Report*, Chapter 3, International Monetary Fund, Washington, October 2010, S. 87. Andere Studien zählen ungefähr 160 lokal operierende und internationale Ratingagenturen: siehe beispielsweise Langohr/Langohr, *The Rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work, and why they are relevant*, Chichester, 2008, S. 375.
- 29) Siehe auch Veron, *What can and cannot be done about rating agencies*, Policy Brief Number PB11-21, Peterson Institute for International Economics, Washington, 2011, S. 2 sowie Caouette/Altman/Narayanan/Nimmo, *Managing Credit Risk: The Great Challenge for the Global Financial Markets*, Wiley, New York, 2nd ed. 2008, S. 82.
- 30) International Non-Profit Credit Rating Agency (INCRA), *Blueprint for INCRA*, Bertelsmann Foundation, Washington DC, 2012, S. 4.
- 31) Siehe z.B. Levine, *Finance and growth: Theory and evidence*, in: Aghion/Durlauf (Hrsg.), *Handbook of Economic Growth*, Ed. 1 1, Elsevier, 2005, S. 922 (924) mit ausführlichen Nachweisen.
- 32) Vgl. Europäische Zentralbank, *Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Finanzsystemen*, Monatsbericht Oktober 2005, Europäische Zentralbank, Frankfurt, 2005, S. 79 (83).
- 33) Siehe z.B. Houben/Kakes/Schinasi, *Toward a framework for safeguarding financial stability*, IMF Working Paper WP/04/101, Washington, 2004, S. 4 ff.
- 34) Vgl. zum Folgenden Mohr, *Institutionelle Vorkehrungen im Bereich der Bankenregulierung zur Gewährleistung von Finanzstabilität*, Berlin, 2011, S. 47 ff.
- 35) Siehe Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics* 84:3/1970 S. 488 (500). Ein "Market for Lemons" ist ein Markt, auf dem infolge asymmetrischer Informationen qualitativ höherwertige Güter nach und nach von minderwertigen (lemons) verdrängt werden und so volkswirtschaftlich sinnvolle Transaktionen nicht zustande kommen.
- 36) Unter "Screening" versteht man die üblicherweise mit Kosten verbundene Beschaffung zusätzlicher Informationen durch den schlechter informierten Akteur vor Vertragsabschluss.
- 37) Unter "Monitoring" versteht man hingegen Screening-Maßnahmen nach Vertragsabschluss.
- 38) Siehe Stiglitz/Weiss, *Credit rationing in markets with imperfect information*, *American Economic Review* 71:3/1981 S. 393 (410).
- 39) Siehe Mishkin, *Policy remedies for conflicts of interest in the financial system*, Bank of Canada Conference, *Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability: A Festschrift in Honour of Charles Freedman*, 2003, S. 2 (3) oder Franke/Hax, *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 6., überarb., erw. Aufl. Berlin, 2009, S. 465 (467).
- 40) Siehe Stiglitz, *Economics of the public sector*, 3rd edition, New York, 2000, S. 127 ff.
- 41) Vgl. Noyer, *Comments at the Symposium on financial ratings*, Cercle France-Amériques, Paris, 12.12.2007, S. 1 f.
- 42) Siehe Bank of England, *Financial Stability Report*, Issue No. 22, October 2007, S. 56 ff.
- 43) Siehe Fußnote 22.
- 44) Vgl. Basel Committee on Banking Supervision, *Stocktaking on the use of credit ratings*, Joint Forum, Basel, 2009, S. 3 (4).
- 45) Vgl. Hamilton/Cantor, *Rating Transition and Defaults Conditional on Watchlist*, Outlook and Rating History, Moody's Investors Service, Special Comment, New York, 2004, S. 3, Kiff/Nowak/Schumacher, *Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings*, IMF Working Paper WP/12/23, Washington, 2012, S. 11 sowie Boot/Milbourn/Schmeits, *Credit ratings as coordination mechanisms*, *Review of Financial Studies* 19:1/2006 S. 81 (118).
- 46) Siehe dazu sehr ausführlich Hill/Brooks/Faff, *Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies*, *Journal of Banking & Finance* 34:6/2010 S. 1327 (1343).

- 47) Zu den sich hieraus ergebenden Interessenkonflikten siehe Tirole, Lessons from the crisis, in: Dewatripont/Rochet/Tirole (Hrsg.), Balancing the bank - Global lessons from the financial crisis, Princeton: Princeton University Press, 2010, S. 21 (22).
- 48) Siehe Kapitel 2.2 Kritik an den Agenturen.
- 49) Siehe International Organization of Securities Commissions (IOSCO), The role of credit rating agencies in structured finance markets, Technical Committee Final Report, Madrid, 2008, S. 14 ff., European Securities Markets Experts Group, Role of credit rating agencies, Report to the European Commission, 2008, unter: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf (Letzter Zugriff: 17.12.2013), S. 18 (22), Securities and Exchange Commission (SEC), Summary report of issues identified in the commission staff's examinations of select credit rating agencies, Washington, DC, 2008, S. 10 (30) oder De Larosiere Group, Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Brüssel, 2009, S. 38 (68).
- 50) Für einen Überblick siehe z.B. International Monetary Fund, The uses and abuses of sovereign credit ratings, in: Global Financial Stability Report, Chapter 3, International Monetary Fund, Washington, October 2010, S. 95 ff.
- 51) Vgl. Verordnung (EG) 2006/48 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.06.2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, Amtsblatt L 177 vom 30.06.2006.
- 52) Vgl. Verordnung (EU) 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.05.2013 zur Änderung der Verordnung (EG) 1060/2009 über Ratingagenturen, L 146/1, Stand: 20.06.2013.
- 53) Für einen Überblick siehe z.B. Amtenbrink/de Haan, Regulating credit ratings in the European Union: A critical first assessment of regulation 1060/2009 on credit rating agencies, Common Market Law Review 46:2009 S. 1915 (1949), Utzig, The financial crisis and the regulation of credit rating agencies: A European banking perspective, ADBI (Asian Development Bank Institute), Working Paper Series 188, Tokyo, 2010, S. 12 (17) sowie Amtenbrink/de Haan, Credit rating agencies, De Nederlandsche Bank, DNB Working Paper No. 278, 2011, S. 17 (35).
- 54) Ratings, die von in der Gemeinschaft registrierten Ratingagenturen abgegeben und in der Öffentlichkeit bekannt gegeben oder an Abonnenten weitergegeben werden.
- 55) Vgl. Verordnung (EG) 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.09.2009 über Ratingagenturen, Amtsblatt EU 2009 L 302 vom 17.11.2009 (Verordnung 1060/2009), Stand: 20.06.2013, Artikel 14 ff.
- 56) Ebd. Artikel 2 (3). Richtlinie 2006/48 nennt im Anhang VI Teil 2 weitere Bedingungen für die Anerkennung von Ratingagenturen.
- 57) Ebd. Artikel 4 (1).
- 58) Ebd. Anhang I Abschnitt E Teil I Nummer 5.
- 59) Ebd. Artikel 8.
- 60) Ebd. Artikel 12 sowie Anhang 1 Abschnitt E III.
- 61) Ebd. Artikel 6b (1).
- 62) Ebd. Artikel 8c (1) und Artikel 8d (1).
- 63) Ebd. Artikel 7.
- 64) Ebd. Artikel 7 (5).
- 65) Ebd. Titel III Kapitel II.
- 66) Ebd. Titel IV Kapitel I.
- 67) Anhang III nennt sämtlich Verstöße im Zusammen mit denkbaren Interessenskonflikten, organisatorischen oder operationellen Anforderungen, Aufsichtstätigkeiten und Vorschriften zur Offenlegung.
- 68) Ebd. Artikel 35a.
- 69) Stuwe, Weiß und Philipper stellen in diesem Zusammenhang die in der Tat nahe liegende Frage, ob nicht jeder Investor beziehungsweise jede kreditgebende Bank unabhängig von externen Ratingnoten in der Lage sein sollte, eine eigene Analyse des fairen Preises für ein Produkt durchzuführen. Stuwe/Weiß/Philipper, Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich? Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn, 2012, S. 32.
- 70) Die BIZ weist in diesem Zusammenhang allerdings zurecht darauf hin, dass die Mittel und Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik, bei einer weiteren Krise erneut rettend einzugreifen, eng begrenzt und daher Haushaltskonsolidierungen dringend notwendig sind. BIZ (2010), S. 23.
- 71) Siehe etwa Mohr, Institutionelle Vorkehrungen im Bereich der Bankenregulierung zur Gewährleistung von Finanzstabilität, Berlin, 2011, S. 106 (107).
- 72) Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 80. Jahresbericht, Basel, 2010, S. 22.
- 73) Vgl. Verordnung (EG) 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.09.2009 über Ratingagenturen, Amtsblatt EU 2009 L 302 vom 17.11.2009 (Verordnung 1060/2009), Stand: 20.06.2013, Erwägungsgründe (10).
- 74) Fragen, die im Übrigen den Eindruck entstehen lassen, als sei die Europäische Kommission in nicht unerheblichem Maße dem öffentlichen Druck und der Forderung nach Bändigung einer "verrückt gewordenen Finanzindustrie" gefolgt.
- 75) Stuwe/Weiß/Philipper, Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich? Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn, 2012, S. 31.
- 76) Krall, Roland Berger Strategy Consultants 2012: Deficiencies of the Rating Industry, Vorschlag zur Gründung einer Europäischen Ratingagentur, München, 2012, S. 9.
- 77) Siehe Kapitel III.2 Die Dominanz der "Großen Drei".
- 78) Stuwe/Weiß/Philipper, Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich? Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn, 2012, S. 26.
- 79) Rosset, Haftung von Ratingagenturen, KCU Schriftenreihe Bd. 2, Ruhwedel, P. (Hrsg), KompetenzCentrum für Unternehmensführung & Corporate Governance der FOM Hochschule für Oekonomie & Management, Bachelor-Thesis, Essen, 2013, S. 41.
- 80) Siehe Kapitel VI. Neben den genannten Mängeln bestehen sowohl die Systemrelevanz der Agenturen als auch die Gefahr der Prozyklizität ihrer Ratings mit ihren verstärkenden Rückkopplungseffekten unverändert weiter. Zusätzlich haben auch die bis heute andauernden Rettungsmaßnahmen von Banken zu einigen Problemen geführt, da durch diese dringend erforderliche Anpassungen verzögert werden. Dies birgt unter anderem die Gefahr, dass nicht überlebensfähige Finanzinstitute künstlich am Leben erhalten werden. Siehe beispielsweise BIZ; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 80. Jahresbericht, Basel, 2010, S. 7.