

AIPA 03/2017

Arbeitspapiere zur Internationalen Politik
und Außenpolitik

Nadine Gerlich

**Sind Interessenkonflikte regulierbar? -
Eine Untersuchung der Ratingverordnungen der
Europäischen Union**



Lehrstuhl für Internationale Politik
und Außenpolitik der Universität zu Köln

ISSN 1611-0072

AIPA 03/2017

Arbeitspapiere zur Internationalen Politik
und Außenpolitik

Nadine Gerlich

**Sind Interessenkonflikte regulierbar? -
Eine Untersuchung der Ratingverordnungen der
Europäischen Union**

ISSN 1611-0072

Lehrstuhl für Internationale Politik und Außenpolitik
der Universität zu Köln, Gottfried-Keller-Str. 6, 50931 Köln

Redaktionelle Bearbeitung: Nicole Aranibar Chavez, Christian Merten

Köln 2017

Abstract

Das Ziel der vorliegenden Arbeit ist es die Ratingverordnungen der Europäischen Union hinsichtlich ihrer Wirksamkeit in der Vermeidung von Interessenkonflikten zu untersuchen. Im Zuge der Finanzkrise hat sich vor allem diese spezielle Form des Konflikts in der Arbeitsweise der Ratingagenturen als krisenverschärfend herausgestellt. Als Reaktion auf Versäumnisse in der Regulierung von Ratingagenturen seitens der EU, machte man die Vermeidung von Interessenkonflikten daraufhin zum Kernstück der regulativen Maßnahmen. Um diese auf ihre Wirkungskraft hin zu untersuchen, werden in nachfolgendem Beitrag zunächst Kriterien an die Ratingmethodik herausgearbeitet, die zu einem Finanzsystem führen, das weniger krisenanfällig ist. Danach wird die Basis der Analyse gebildet, indem die Arbeitsbereiche der Ratingagenturen im Hinblick auf inhärente Interessenkonflikte beleuchtet werden. Die anschließende Untersuchung der Ratingverordnung bestätigt die Vermutung, dass die Ursachen der Interessenkonflikte zwar hinreichend erkannt werden, jedoch wenig Wirkungskraft von der Regulierung ausgeht. Mit ihrem Versuch dem Phänomen der Interessenkonflikte mithilfe einer Verordnung entgegenzuwirken ist die Europäische Union an ihre Grenzen im internationalen Finanzsystem gestoßen und hat damit Anlass zu einer Debatte über effektivere Alternativen zur Regulierung gegeben.

Keywords: Interessenkonflikte, Ratingagenturen, Europäische Ratingverordnung, EU-Regulierung, Eurokrise, Interessenkonflikte im Finanzsystem, Kapitalmarkt, Big Three.

Nadine Gerlich hat Volkswirtschaftslehre mit dem Nebenfach Politikwissenschaften (B.Sc.) an der Universität zu Köln studiert und ist aktuell Masterstudentin an der Georg-August-Universität Göttingen.

Kontakt: nadine.gerlich@stud.uni-goettingen.de

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	4
1 Einleitung	1
2 Ratingagenturen im internationalen Finanzsystem – Bedeutung und Funktion.....	4
2.1 Informationsprobleme.....	5
2.2 Der Ratingprozess	7
2.3 Übersicht der Ratingarten	9
2.4 Die Rolle der Ratingagenturen in der Entstehung und im Verlauf der Euro-Krise.....	12
2.5 Probleme und Kritik	13
3 Global-Governance-Strukturen des Finanzsystems	15
3.1 Wie entstehen Systemrisiken?	18
3.1.1 Interessenkonflikte im internationalen System	19
3.1.2 Interessenkonflikte bei Finanzintermediären	20
3.1.2.1 Beratung	21
3.1.2.2 Bezahlmodell	22
3.1.2.3 Marktstruktur und rechtliche Rahmenbedingungen.....	23
3.2 Zwischenfazit – Global-Governance-Dreieck.....	25
4 Analyse der Ratingverordnung der Europäischen Union im Hinblick auf die Vermeidung von Interessenkonflikten	29
4.1 Transparenz	30
4.2 Wettbewerb	32
4.3 Ratingaufsicht und Haftung.....	33
4.4 Ergebnisse der Regulierung.....	34
5 Fazit.....	37
6 Literaturverzeichnis.....	43

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Das Governance-Dreieck nach Remmel (2009).....	26
Abbildung 2: Das Global-Governance-Dreieck	27
Abbildung 3: Das Global-Governance-Dreieck nach der EU-Verordnung	38

Sind Interessenskonflikte regulierbar? - Eine Untersuchung der Ratingverordnungen der Europäischen Union

1 Einleitung

Am 03. Februar 2017 kündigte der neue US-Präsident Donald J. Trump an, den Dodd-Frank-Act außer Kraft zu setzen (Hirchfeld Davis und Protesch 2017). Zehn Jahre nach dem Ausbruch der *Subprime*-Krise in den USA sowie der anschließenden globalen Finanzkrise¹ scheinen die Lehren der Vergangenheit angesichts dieser Nachricht vergessen. Das auf dem Prüfstand stehende Gesetz sollte als Teil der US-amerikanischen Finanzmarktregulierung die Weltwirtschaft vor einer Wiederholung der Krise schützen.² An ein dunkles Kapitel eben dieser jüngsten Finanzkrise werden Kritiker erinnert, wenn sie ihre Bedenken zu der möglichen Motivation des US-Präsidenten, die Finanzmarktregulierung aufzuweichen, äußern. Seinem derzeitigen Kabinett, zu denen ehemalige leitende Mitarbeiter der US-Investment Bank Goldman Sachs gehören, werden immanente Interessenkonflikte vorgeworfen (Abdi-Herrle et al. 2017). Das Phänomen der Interessenkonflikte wurde im Zusammenhang mit der Entstehung der Finanzkrise vor allem Kreditratingagenturen attestiert. Die drei Ratingagenturen Moody's, Standard & Poor's (S&P) und Fitch sind spätestens seit der europäischen Schuldenkrise auch

¹ In vorliegender Arbeit steht der Begriff Finanzkrise kurz für die Banken- und Staatsschuldenkrise seit 2008. Als Krise generell gilt eine Lage, die den Höhepunkt einer schwierigen oder gefährlichen Entwicklung markiert, Vgl. Duden (o.J).

² Mehr zur Entstehung und Ausgestaltung des Dodd-Frank-Act, Vgl. z.B. Hiß und Nagel (2012), S. 240-244.

den Menschen in Europa ein Begriff. Diese sogenannten *Big Three*³ sind mächtige Akteure im internationalen Finanzsystem, die Kapitalströme lenken und als *gatekeeper* den Zugang zum Kapitalmarkt kontrollieren (Naciri 2015, S. 43-45).

In diesem Kontext hat die Europäische Union⁴ eine Verordnung erlassen, die der Vermeidung von Interessenkonflikten von Ratingagenturen zuträglich sein soll, wobei die stabilisierende Wirksamkeit dieser neuen Regulierung noch nicht hinreichend untersucht ist. Dies ist das Ziel der vorliegenden Arbeit, die sich mit der Frage auseinandersetzt, *inwieweit die Ratingverordnung der Europäischen Union zu einem Finanzsystem führt, das weniger anfällig für Krisen ist.*

Das politikwissenschaftliche Forschungsinteresse ergibt sich insbesondere aus der Vielfältigkeit der Beziehungen zwischen staatlichen Akteuren und Ratingagenturen. Diese lassen sich durch drei wesentliche Zusammenhänge charakterisieren:

- *Erstens* sind Staaten selbst Zielobjekt von Bewertungen durch die Agenturen (siehe Länderratings, Kap. 2.3).
- *Zweitens* setzen Staaten Ratings in der Regulierung der Finanzmärkte im Sinne der staatlichen Aufsicht ein (siehe Basel II, Kap. 3.1.1.3).
- *Drittens* bemühen sich Staaten um die Schaffung einer angemessenen Regulierung im Hinblick auf die Arbeitsweise der Ratingagenturen. Letzteres steht im Fokus dieser Arbeit, da angesichts der aktuellen Entwicklungen die Antworten auf die jüngste Finanzkrise kontinuierlich hinterfragt und geprüft werden müssen.

In diesem Zusammenhang versucht die vorliegende Arbeit, dabei einen Beitrag zum Verständnis der Krisenanfälligkeit⁵ des Finanzsystems zu leisten. Trotz Instabilität muss in einem System keine Krise ausbrechen. Je instabiler ein System

³ Unter den *großen Drei* werden Moody's Investors Services, Standard & Poor's und Fitch Ratings inklusive aller Tochterfirmen und Niederlassungen zusammengefasst.

⁴ Im Folgenden auch mit EU abgekürzt.

⁵ *krisenanfällig* wird hier als *leicht in eine Krise geratend* definiert.

ist, desto eher ist es jedoch krisenanfällig (Franke und Krahen 2009, S. 2). Ausgehend von dieser Wechselwirkung werden die für die Argumentation relevanten Kriterien 1) Informationsstrukturen des Kapitalmarkts, 2) systemische Risiken der Finanzintermediation und 3) fehlende Regulierung mächtiger Finanzakteure eingegrenzt und wie folgt untersucht:

In Kapitel 2 sollen zunächst die grundlegenden Anforderungen an die Tätigkeit der Ratingagenturen für einen funktionierenden und stabilen Kapitalmarkt hergeleitet werden. Darüber hinaus wird das Kapitel die im Zuge der Finanzkrise deutlich gewordenen Probleme der Ratingagenturen kritisch beleuchten und die Frage aufwerfen, welche Dynamiken im System zur Entstehung dieser Probleme beigetragen haben.

Kapitel 3 soll die theoretische Grundlage dieser Arbeit legen. Es werden die Global-Governance-Strukturen ⁶ des Finanzsystems herangezogen und die bisherigen Erkenntnisse sowie relevanten Akteure eingeordnet. Anschließend sollen die Systemrisiken, welche die Stabilität des Finanzsystems gefährden, allgemein definiert und explizit bei Ratingagenturen in Form von Interessenkonflikten identifiziert werden. Das Konzept dieser speziellen Konflikte in der Arbeitsweise der Agenturen kann in drei wesentliche Kategorien eingeteilt und anhand ihrer Charakteristika erläutert werden. In einem Zwischenfazit soll ihre destabilisierende Wirkung auf das Finanzsystem mithilfe des modifizierten methodischen Ansatzes von Rimmel (2011, S. 215-217), des „Governance-Dreiecks“, gezeigt werden. Am Ende der theoretischen Betrachtung dieser Problematik wird der daraus resultierende politische Handlungsbedarf begründet.

Der Beantwortung der Leitfrage widmet sich der letzte Abschnitt. Im Kontext der Analyse der Ratingverordnung der Europäischen Union soll die Frage beantwortet werden, ob die vorher genannten relevanten Charakteristika der Interessenkonflikte bei Ratingagenturen erkannt wurden, und wie wirksam sie

⁶ Hierbei richtet sich der Fokus auf das globale Zusammenspiel von staatlichen, privaten und institutionellen Akteuren. In der Bedeutung der Governance des Finanzsystems ist jedoch zu beachten, dass sie nicht als Synonym für *Politik* insgesamt verwendet wird; mehr zur begrifflichen Abgrenzung im Kapitel 3., Vgl. Gottwald (2011, S. 30); Vgl. hierzu auch grundlegend Lütz (2002).

diese mindern können. Die Ergebnisse der Regulierung werden erneut mithilfe des Governance-Dreiecks in eine systemische Perspektive gebracht und auf ihre Fähigkeit geprüft, die genannten Probleme zu lösen. Gleichzeitig soll ihr Potential, zukünftige Krisen zu verhindern, bewertet werden.

In einem abschließenden Fazit werden die gesammelten Ergebnisse prägnant zusammengefasst und ein Ausblick auf mögliche Alternativformen zur Regulierung angeboten.

2 Ratingagenturen im internationalen Finanzsystem – Bedeutung und Funktion

Das Ausmaß der bis heute andauernden Folgen der Finanzkrise hat die existenzielle Bedeutung des internationalen Wertpapierhandels für Staaten und Volkswirtschaften auf das Äußerste verdeutlicht und damit ein gesamtes System auf den Prüfstand gestellt. Das internationale Finanzsystem hat aufgrund der verheerenden Ereignisse das Vertrauen vieler Marktteilnehmer verloren und zahlreiche Kritiker dazugewonnen. Im Zentrum dieser Kritik steht das individuelle Fehlverhalten einzelner Akteure, die bis dahin als „essential to the functioning of the system“ (Gourevitch 2002, S. 3) galten: Die Ratingagenturen.

Ratingagenturen. Zunächst lassen sich Ratingagenturen allgemein als privatwirtschaftlich organisierte Unternehmen definieren, welche die Kreditwürdigkeit von öffentlichen und privaten Emittenten⁷ bewerten. In dieser Bewertung – dem sogenannten Rating⁸ – liegt die Kernfunktion der Agenturen. Ihre

⁷ Bei einem Emittenten handelt es sich um einen Herausgeber von Wertpapieren, speziell in diesem Zusammenhang, von Anleihen. Mehr zu den verschiedenen Arten von Emittenten folgt in Kap. 1.3.

⁸ Der Begriff *Rating* bezieht sich im Rahmen dieser Arbeit auf das *Kreditrating*. Dieses beinhaltet Verfahren zur Klassifizierung von Schuldtiteln auf den Finanzmärkten. Vgl. Serfling et al. (1996, S. 633).

Rolle und Geltung lässt sich jedoch nicht alleine auf dieses Produkt selbst zurückführen, sondern resultiert aus ihrer Position in der Struktur des Marktes.

Als Finanzintermediäre bilden Ratingagenturen einen festen Bestandteil der Organisation von Finanzmärkten, da sie zwischen Investoren und Kreditnehmern vermitteln und dadurch den Kapitalhandel vereinfachen (Sinclair 2011, S. 186). In der Wirtschaftswissenschaft werden sie als Finanzintermediäre im weiteren Sinne bezeichnet, da ihre Tätigkeiten darauf abzielen, Finanzkontrakte für alle Parteien günstiger zu gestalten, ohne dabei selbst die Rolle des Vertragspartners einzunehmen (Lindemann 2011, S. 172).

Kapitalmarkt⁹. Im Zuge der Globalisierung hat sich der Kapitalmarkt als zentrales Mittel zur Finanzierung moderner Volkswirtschaften etabliert. Der Zugang zu Fremdkapital obliegt in erster Linie den Investitionsentscheidungen der Anleger, die sich dabei allerdings aufgrund zeit- und kostensparender Anreize auf das Urteil von Fachleuten stützen. Ratingagenturen, die diese Funktion erfüllen, lösen damit ein zentrales Problem auf den globalisierten Kapitalmärkten. Das wiederum bedeutet, dass bereits die Existenz von Finanzintermediären auf eine Unvollkommenheit des Kapitalmarkts hinweist, welche im Folgenden näher erklärt werden soll.

2.1 Informationsprobleme

Der Idealzustand eines vollkommenen Kapitalmarktes wird in der neoklassischen Theorie durch fehlerfreie Preisbildung sowie Risikoabschätzung gekennzeichnet und damit als effizient beschrieben. Die Annahmen, die diesem Modell zugrunde liegen, beinhalten die Rationalität aller Marktteilnehmer und Transparenz, also der Zugang zu vollständigen Informationen. Werden diese Bedingungen nicht erfüllt,

⁹ In der vorliegenden Arbeit wird der Begriff *Kapitalmarkt* als die Gesamtheit von Kapitalnachfrage und -angebot definiert.

kann der Marktmechanismus nicht mehr die optimalen Ergebnisse aus Angebot und Nachfrage erzielen und man spricht von Marktversagen.

Eine zentrale Theorie, die sich mit diesen Unvollkommenheiten auseinandersetzt, ist die *Prinzipal-Agent-Theorie*¹⁰. Sie bietet damit eine Erweiterung zu den neoklassischen Annahmen und versucht, das individuelle Verhalten verschiedener Marktakteure zu erklären. Die Theorie befasst sich grundsätzlich mit Auftraggeber-Auftragnehmer-Beziehungen jeglicher Form. Diese ist annahmegemäß durch einen Wissensvorsprung eines Beteiligten, meistens des Auftragnehmers (Agent), gegenüber dem dadurch benachteiligten Auftraggebers (Prinzipal) gekennzeichnet (Terberger und Wenger 1986, S. 506). Eine asymmetrische Verteilung von Informationen bezüglich Eigenschaften oder Handlungsabsichten der Vertragsparteien führt zu diversen Problemen vor und nach dem Vertragsabschluss.¹¹ Im Sinne einer möglichen Vertragsbeziehung auf den Kapitalmärkten bedeutet dies, dass der Kreditgeber nur eingeschränkt die Fähigkeit bzw. Absicht einer Rückzahlung seitens des Kreditnehmers beobachten kann. Letzterer weiß am besten, ob er seiner Zahlungsverpflichtung nachkommen kann bzw. will, und kann die Verschleierung dieser Kriterien ausnutzen, um günstigere Vertragskonditionen auf Kosten des Kreditgebers zu erhalten.

Zusammenfassend kann von einem Vertrauensproblem zwischen Agent und Prinzipal gesprochen werden, welches durch nicht vollständige Transparenz hervorgerufen wird und somit objektive Ratings notwendig macht. Der Bedarf, das beschriebene Marktversagen zu korrigieren, eröffnete das Geschäft für die Ratingagenturen. Voraussetzung dafür ist, dass die Ratings der Agenturen von allen Marktteilnehmern als glaubwürdig angesehen werden (Franke und Krahen 2009, S. 25). Ist diese Voraussetzung erfüllt, dient ihre Beurteilung der Bonität von Kreditnehmern und genereller Anlagerisiken als Instrument zur Reduzierung von

¹⁰ Vgl. hierzu grundlegend Coase (1937). Ronald Coase galt als Vorreiter der Neuen Institutionenökonomik, aus der diese Theorie entstand.

¹¹ Vgl. hierzu grundlegend Akerlof (1970).

Informationsasymmetrien (Theurl und Schätzle 2011, S. 3-5).¹² Indem Ratingagenturen Informationen aufbereiten und allen Marktteilnehmern zur Verfügung stellen, tragen sie zu einer Überwindung, oder mindestens einem Abbau, der ungleichen Verteilung bei und fördern damit die Effizienz der Kapitalmärkte.

Ein zentraler Vorteil in der Beauftragung von Agenturen zur Erstellung der Bewertungen liegt in der Ersparnis der hohen Aufwandskosten. Diese überstiegen schnell den Nutzen der Ratings, würde jeder Gläubiger eigene Berechnungen anstellen. Wie der Aufwand zur Erstellung eines Ratings aussieht, soll im Folgenden erläutert werden.

2.2 Der Ratingprozess

Nachdem die Nachfrage nach objektiven Bonitätsauskünften ausreichend verdeutlicht wurde, soll nun ihre Erstellung als Tätigkeit der Agenturen vorgestellt werden. Zum einen dient das Verständnis ihrer Arbeitsweise weiterer darauf aufbauender Kapitel, und zum anderen der Eingrenzung in, für den Verlauf der Argumentation, relevante Arbeitsbereiche der Agenturen.

Die Grundlage der Ratingmethodik ist die Quantifizierung der vollständigen oder teilweisen Zahlungsunfähigkeit eines Kreditnehmers bzw. der Eintrittswahrscheinlichkeit von Zahlungsstörungen – oder kurz: der erwarteten Ausfallrate (Buschmeier 2011, S. 35).

Um ein idealtypisches Rating zu erstellen, werden verschiedene Kriterien verwendet, die man zunächst in einen quantitativen und qualitativen Bereich einteilen kann. Mithilfe der quantitativen Kriterien lassen sich finanzielle Risiken anhand betriebswirtschaftlicher Merkmale bestimmen und somit als Zahl ausdrücken. Zur Messung dieses Risikos werden relevante Informationen¹³,

¹² Die Seiten 3-5 zeigen ausführlich die Eignung der Ratings als *Signaling*- und *Screening*-Instrument, und ihre verringerte Wirkung auf die genannten Gefahren durch Informationsasymmetrien.

¹³ In dieser Ausführung zur Verdeutlichung auf Unternehmensratings bezogen. Die Darstellung weiterer Emittenten folgt in Kap. 2.3.

z.B. Jahresabschlüsse der Unternehmen der letzten Jahre, gesammelt und mithilfe von mathematischen Modellen im Hinblick auf die Auswirkung auf die Ausfallwahrscheinlichkeit interpretiert.¹⁴ Im Gegensatz dazu stehen die qualitativen Kriterien, die nicht direkt messbar sind und daher auch als *weiche Faktoren* bezeichnet werden. Hierzu zählen vor allem Eigenschaften, die Aufschluss über den zukünftigen Erfolg und die Entwicklung eines Unternehmens geben. Anders als bei den quantitativen Faktoren erfolgt die Erhebung der qualitativen Daten hauptsächlich über Interviews und über die Beurteilung von Umweltfaktoren. Dazu gehören beispielsweise fachliche Fähigkeiten, wie die Unternehmensstrategie, aber auch Zuverlässigkeit und Glaubwürdigkeit. Alle Bereiche fließen je nach Land oder Branche nochmals spezifisch gewichtet in die Bewertung ein. Da diese Gewichtung von Unternehmen zu Unternehmen sehr unterschiedlich ausfallen kann, wird den weichen Faktoren ein eher subjektiver Charakter nachgesagt. Es liegt im Ermessen des Sachbearbeiters, welche Kriterien überhaupt berücksichtigt werden und wem er seine Vorgehensweise offenlegt. Daher mangelt es dieser Methodik teilweise an Transparenz und Nachvollziehbarkeit. Grundsätzlich kann aber durch die qualitativen Kriterien die Aussagekraft der Ratings verbessert werden, da sie essentielle, jedoch nicht zählbare Informationen beachten, welche für die zukünftige Entwicklung der Kreditnehmer entscheidend sein können.

Im Anschluss werden die gesammelten Informationen verdichtet und gebündelt. Zur Vereinfachung und allgemeinen Verständlichkeit des Ratings, wird dieses mithilfe von Symbolen dargestellt. Die Ratingsymbole entsprechen einer alphabetischen Klassifizierung, die zwischen den Agenturen eine hohe Ähnlichkeit aufweist und in ihrer Bedeutung ebenfalls stark vergleichbar ist.¹⁵ Die Bestnote AAA bzw. Aaa steht für eine sehr geringe Ausfallwahrscheinlichkeit und führt damit den *investment grade* Bereich der Ratings an. Dieser obere Teil der Notenskala, der bis BBB, bzw. Baa reicht, symbolisiert ein niedriges Ausfallrisiko. Im Gegensatz

¹⁴ ausführliche Darstellung relevanter Unternehmensrisiken siehe z.B. Berblinger (1996, S. 66 – 70).

¹⁵ Im Folgenden werden beispielhaft die Symbole von Moody's und S&P angeführt. Für eine vollständige Auflistung sowie eine ausführliche Definition der einzelnen Symbole siehe Moody's General Credit Rating Service (2011) und Standard & Poor's Global Ratings (2016).

dazu gelten die Ausfallwahrscheinlichkeiten aller Anleihen mit einem Rating unterhalb dieser Grenze als *non-investment grade* bzw. spekulativ oder umgangssprachlich als Ramschstatus.

Die Ratingnote hat somit einen direkten Einfluss auf die Finanzierungsbedingungen von Kreditnehmern, woraus sich die hohe Bedeutung der Ratingnote für den Kreditnehmer erklären lässt. Allgemein gilt: je besser die Ratingnote ist, desto günstiger kann sich ein Emittent durch Fremdkapital finanzieren. Umgekehrt kann ein schlechtes Rating zu hohen Zinsbelastungen im Zuge einer Kreditaufnahme führen oder im Extremfall gänzlich verhindern.

Die Agenturen haben mit ihren einheitlichen, ordinalen Symbolskalen eine leicht verständliche Sprache entwickelt, welche die Komplexität der gehandelten Finanzprodukte abbaut. Franke und Krahen (2009, S. 9) sprechen hierzu treffend von dem „Esperanto der Kapitalmärkte“.

Ausgehend von dieser allgemeinen Bedeutung der Ratings als Informationssäule des Kapitalmarkts soll nachfolgend eine nähere Betrachtung der verschiedenen Ratingarten mit Blick auf Unterschiede und Besonderheiten stattfinden.

2.3 Übersicht der Ratingarten

Bisher wurde im Sinne der vereinfachten Darstellung auf die Unterscheidung von Ratingtypen verzichtet. Diese soll nun anhand von vier wesentlichen Eigenschaften erfolgen, die der tiefergehenden Betrachtung der Bedeutung von Ratings allgemein und explizit im Kontext der Finanzkrise dienen.

Allgemeine Ratings. Im Allgemeinen wird zunächst zwischen Ratings für kurz- und langfristige Finanzinstrumente unterschieden. Unter langfristigen Schuldverschreibungen versteht man Anleihen mit einer Laufzeit von über einem Jahr (Franke und Krahen 2009, S. 9). Kurzfristige Anleihen sind im Folgenden nicht weiter relevant. Mit der Beurteilung zu Beginn der Laufzeit ist jedoch nicht

ausgeschlossen, dass sich diese über die gesamte Zeit erhält. Wirtschaftliche, politische oder rechtliche Veränderungen können Anlass geben die Bonität erneut zu überprüfen. Die Agenturen ermöglichen den Schuldern zunächst Korrekturmaßnahmen vorzunehmen und dienen somit als Aufsicht (Nauhaus und Schäfer 2015, S. 678). Ist eine Anpassung der Ratingnote während der Laufzeit dennoch erforderlich, nennt man diese Vorgehensweise *Upgrade* für eine Auf-, analog *Downgrade* für eine Abwertung (Serfling et. al. 1996, S. 639). Die daraus resultierenden Gefahren werden im Zusammenhang mit der europäischen Schuldenkrise in Kapitel 2.5 thematisiert.

Die nächste wichtige Unterscheidung gilt der zu bewertenden Einheit. Hierbei wird zwischen Emissions- und Emittenten-Rating differenziert (Hiß und Nagel 2011, S. 86-87). Ein Emissionsrating gibt Auskunft über die Ausfallwahrscheinlichkeit eines bestimmten Schuldtitels. Als prominentes Beispiel sind vor allem die Bewertungen von strukturierten Finanzprodukten zu nennen, welche beispielsweise in der Entstehung der *Subprime*-Krise in den USA erhebliche Verantwortung trugen.¹⁶ Hierbei handelt es sich vereinfacht ausgedrückt um Bündelungen von Krediten, und speziell im Fall der *Subprime*-Krise, um Hypotheken.¹⁷ Bei einem Emittenten-Rating hingegen ist der Schuldner selbst, genauer gesagt seine Fähigkeit, alle finanziellen Verpflichtungen termingerecht und vollständig zu erfüllen, Gegenstand des Ratingurteils (Hiß und Nagel 2011, S: 87).

Zudem sollte erwähnt werden, dass ein Rating nicht zwangsläufig extern durch eine Ratingagentur erfolgen muss, sondern auch vom Kreditinstitut selbst intern ermittelt werden kann. Bankinterne Ratings werden im Weiteren allerdings nicht näher behandelt, da sie kein Gegenstand der aktuellen Regulierung sind.

Zuletzt liegt ein weiteres Unterscheidungsmerkmal in der Erteilung des Auftrags. Unter einem *solicited* Rating versteht man ein beauftragtes Bonitätsurteil,

¹⁶ Für eine genaue Ursachenerklärung der *Subprime* Krise, Vgl. z.B. Hellwig (2008).

¹⁷ Von einer genaueren Erklärung wird abgesehen, da sie für die Argumentation der vorliegenden Arbeit nicht explizit erforderlich ist. Relevante Aspekte der Ratings von strukturierten Finanzprodukten werden in Kapitel 3.1.2.1 behandelt. Für eine detaillierte Erklärung siehe z.B. Hiß und Nagel (2011, S. 135-139).

das vom Auftraggeber bezahlt wird und damit zur Geschäftstätigkeit der Agenturen beiträgt. Nicht beauftragte (*unsolicited*) Ratings entstammen der Initiative der Agenturen und werden somit kostenfrei erstellt. Ein Beispiel dieser Ratingart ist die Bewertung der Ausfallwahrscheinlichkeit von Staaten als Emittenten.

Länderratings. Eine Schlüsselrolle im Hinblick auf die massive Kritik aus Europa an den Ratingagenturen spielen die nicht beauftragten Länderratings. Zunächst sollen diese näher beleuchtet werden, um im Anschluss ihren Einfluss auf das Ausmaß der europäischen Schuldenkrise nachzeichnen zu können.

Bei der Bewertung der Zahlungsfähigkeit von Ländern gibt es einige wesentliche Unterschiede zu den typischen Unternehmensratings. In der Regel sind sie nicht beauftragt, was bedeutet, dass die Agenturen sich zum Erstellen der Fundamentaldaten eines Landes auf öffentlich zugängliche Quellen stützen müssen. Die benötigten ökonomischen und politisch relevanten Informationen sind häufig öffentlich verfügbar. Hierzu zählen unter anderem das Bruttoinlandsprodukt, die Schuldenlast oder auch die Häufigkeit von politischen Unruhen. Die gesammelten Datenreihen sind dadurch gut nachvollziehbar und als objektiver Teil des Ratings zu bewerten (Nauhaus und Schäfer 2015: 680). Dennoch wirft dies die Frage auf, ob Ratingagenturen damit nur allgemeines Wissen als Expertenmeinung ausgeben, oder ob sie sich darüber hinaus auf *Insider*-Informationen stützen. Letzteres scheint durchaus tief verankert in ihrer Arbeitsweise, die aus diesem Grund häufig mit einer *Black Box* verglichen wird (Hiß und Nagel 2011, S. 95; Paudyn 2014, S. 205). Dafür spricht, dass die Diskussions- und Entscheidungsphase jedes Ratings im Geheimen abläuft und die Auswahl der Parameter sowie ihre Gewichtung unter Verschluss der Öffentlichkeit bleiben. Ebenso werden Informationsquellen aus den zu bewertenden Ländern, welche häufig aus Interviews mit Experten bestehen, vertraulich behandelt. Geheimhaltung gehört aus gewinnorientierter Sicht zum Geschäftsmodell der Agenturen. Kritiker hingegen schätzen aufgrund eben dieser

undurchsichtigen Vorgehensweise die erteilten Länderratings als „most subjective area of credit rating“ (Sinclair 2005, S. 139) ein.

Insbesondere die Herabstufungen von Länderratings können mitunter fatale Folgen für den finanziellen Handlungsspielraum der Länder bedeuten. Denn die Agenturen gefährden mit ihrem Vorgehen die allgemeine Zahlungsfähigkeit eines Landes und können im schlimmsten Fall dessen finanziellen Zusammenbruch befördern (Philipper et. al. 2012, S. 16). Im Fall von europäischen Staaten konnte der Bankrott bisher abgewendet werden. Wie es dennoch so weit kommen konnte, dass Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble den Ratingagenturen im Juli 2011 schweres Versagen und Missbrauch ihrer Urteile attestiert¹⁸, soll im nächsten Kapitel nachgezeichnet werden.

2.4 Die Rolle der Ratingagenturen in der Entstehung und im Verlauf der Euro-Krise

Die Schuldenkrise des Euro-Raums stellt einen speziellen Bereich der Kritik an Ratingagenturen dar, daher wird diese Beziehung, auch im Hinblick auf die später zu untersuchenden Maßnahmen der EU, gesondert betrachtet.

Den Agenturen wird vorgeworfen, krisenverschärfend gewirkt zu haben. Grundlage dieser Vorwürfe bilden die massiven und kurzfristigen Herabstufungen einiger EU-Mitgliedstaaten, die vor allem in Anbetracht der Laufzeit von 10 bis 25 Jahren einer Staatsanleihe wenig nachvollziehbar schienen.¹⁹

Die durch die weltweite Bankenkrise angeschlagene Euro-Zone erfuhr in kürzester Zeit (zwischen 2009 und 2012) eine deutliche Anzahl von Ratingherabstufungen²⁰, welche eine Abwärtsspirale aus sich immer weiter verschlechternden Finanzierungskonditionen für die Betroffenen in Gang setzten.

¹⁸ Vgl. Deutschlandfunk (2011).

¹⁹ So wurde z.B. Griechenlands Bonität wiederholt um mehrere Stufen auf einmal nach unten korrigiert, bis sie den Ramschanleihen-Status im Jahr 2010 erreichte. Für eine detaillierte Chronik dieser Entwicklung, Vgl. Tagesschau (2015).

²⁰ In diesem Zeitraum allein wertete Standard & Poor's seine Länderratings 45 mal ab. Eine genaue Übersicht, sowie eine graphische Darstellung der Ratings im Euro-Raum 2007 im Vergleich zu der Hochphase der Schuldenkrise 2012 finden sich bei Nauhaus und Schäfer (2015, S. 678–679).

Trotz bereits erfolgter Sparmaßnahmen und Reformprozesse wurden europäische Länder kontinuierlich herabgestuft, was unter Kritikern eine systematische Absicht vermuten ließ (Philipper et. al. 2012, S. 9). Weiterhin werfen die Herabstufungen Fragen bezüglich ihrer Aussagekraft auf, da diese sich nicht anhand der ökonomischen Fundamentaldaten der Länder in diesem Zeitraum erklären lassen. Dies bestätigt eine im Jahr 2011 veröffentlichte Studie von Gärtner, Griesbach und Jung, welche den Ratingagenturen eine signifikante Benachteiligung von Griechenland, Irland, Portugal und Spanien (*GIPS*-Länder) gegenüber anderen OECD²¹-Staaten attestierten. Während der europäischen Schuldenkrise seien die *GIPS*-Staaten insgesamt bis zu vier Stufen schlechter bewertet worden als vergleichbare Länder. Die Autoren schlussfolgern darüber hinaus, dass Ratingagenturen, potenziell im geschäftlichen Eigeninteresse agierend, Kapitalströme gezielt lenken können und somit über die unkontrollierte Macht verfügen, souveräne Staaten zu beeinflussen (Gärtner et. al. 2012: 253-255).

Durch die Ausmaße der Schuldenkrise wurde die öffentliche Aufmerksamkeit in Europa verstärkt auf die Arbeit der Agenturen gerichtet. Die offensichtlich gewordene mangelnde Kontrolle über die Ratingagenturen wurde seitdem zum Anlass genommen, staatliches Eingreifen zu rechtfertigen.

2.5 Probleme und Kritik

Zum Abschluss dieses Kapitels soll nun die kritische Bestandsaufnahme der Probleme von Ratingagenturen fortgeführt werden, um die für den weiteren Verlauf der Argumentation relevanten Erkenntnisse zusammenzufassen.

Das modelltheoretische Ideal optimaler Ratings, die eine vollständige Informationseffizienz auf den Finanzmärkten ermöglichen, ist in der wirtschaftlichen Realität nicht vorhanden. Obwohl Ratingagenturen zu einer Senkung von Informationsasymmetrien, und damit zum Abbau von

²¹ Abkürzung für die *Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung*, die mit 30 Mitgliedern die Interessen der größten Industriestaaten vertritt.

Unsicherheiten, beitragen, können sie keine Sicherheiten liefern (Theurl und Schätzle 2011, S. 8). Daher gilt es generell festzuhalten, dass die Ratings der Analysten keine verlässlichen Prognosen über zukünftige Ereignisse ausdrücken und daher auch nicht als Investitionsempfehlungen verstanden werden sollten. Die Agenturen selbst bemühen sich stark um eine öffentliche Wahrnehmung der Ratings als „statements of opinions as of the date they are expressed and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or make any investment decisions“ (Standard & Poor’s Ratings Services 2016) – kurz gesagt: eine Einschätzung unter vielen. Die unkritische Akzeptanz der Ratings als Grundlage für Investitionsentscheidungen und der fehlende Zweifel an der Unabhängigkeit der Agenturen haben gezeigt, dass diese Bezeichnung dem Konfliktpotenzial der Ratingurteile nicht gerecht wird. Darüber hinaus entgehen die Agenturen durch diese Definition einer Haftbarkeit in dem Fall, dass ihre Bewertungen sich als falsch erweisen.²²

Damit die Abläufe auf den Kapitalmärkten reibungslos funktionieren können, müssen die Anleger der Unabhängigkeit der Ratingurteile vertrauen. Dies lässt sich als zentrale Voraussetzung festhalten. Bei der Generierung und Bereitstellung von Informationen sind Glaubwürdigkeit und Vertrauen entscheidend, da sie die Grundlagen einer langfristigen Intermediation zwischen Investoren und Kapitalnehmern bilden. Leisten sich Ratingagenturen erhebliche Fehleinschätzungen, leidet zunächst dieses Vertrauen und folglich die Reputation der Agenturen. Der sogenannte Reputationsmechanismus ist der Theorie zufolge dafür verantwortlich, dass sich Agenturen um eine möglichst präzise und fehlerfreie Qualität ihrer Ratings bemühen (Theurl und Schätzle 2011, S. 7). Tatsächlich hat sich an der Bedeutung von Ratingagenturen nicht viel verändert, obwohl im Zuge der Finanzkrise mehrfach das Fehlverhalten und die Fehlrteile

²² Durch den grundrechtlichen Schutz von Meinungsäußerungen herrscht eine breite Unzufriedenheit und Machtlosigkeit über die Tatsache, dass die Agenturen trotz ihres großen Einflusses auf die Kapitalmärkte nicht für ihre Arbeit verantwortlich gemacht werden können. Dies spiegelt sich vor allem in einer Flut an Analysen und Publikationen zu dem Thema Haftung von Ratingagenturen, Vgl. z.B. Bächstädt und Henn (2012, S. 23).

der Agenturen öffentlich gemacht wurden. Der Verlust von Reputation allein scheint, in der Größenordnung, in der die etablierten Agenturen agieren, keine Abschreckung mehr zu sein. Es ist daher fragwürdig wie die Ratingagenturen eine derartige Unabhängigkeit gegenüber diesen Marktmechanismen entwickeln konnten.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Vertrauensverlust der Marktteilnehmer in die Aussagekraft und Objektivität der Ratings einen stark negativen Einfluss auf den Anleihemärkten hatte. Dadurch drängt sich die Frage auf, warum dieser Verlust im Ergebnis so folgenreich für die Funktionsfähigkeit gesamter Märkte sein kann. Es gilt zu klären, welche Dynamiken und Abhängigkeiten im Finanzsystem dafür verantwortlich sind, dass die Bedeutung von Ratings ein ganzes System in eine ausgewachsene Krise stürzen kann (Franke und Krahn 2009, S. 11). Darüber hinaus stellt sich die Frage, welche Möglichkeiten der staatlichen Regulierung von Finanzakteuren bestehen, um in Zukunft ähnliche Entwicklungen zu vermeiden. Ebenfalls zu klären gilt es, mit welchen Mitteln staatliche Akteure den Wiederaufbau von Vertrauen in die Ratings bewirken können.

3 Global-Governance-Strukturen des Finanzsystems

Bis zum Ausbruch der Finanzkrise war die allgemeine Idee der sich selbstregulierenden und gleichgewichtstabilisierenden Finanzmärkte fest im akademischen und öffentlichen Verständnis verankert. Dennoch ist der weltweite Anleihenmarkt fast vollständig zum Erliegen gekommen und der endgültige Zusammenbruch konnte nur durch ein staatliches Eingreifen zur Bankenrettung abgewendet werden. Im Folgenden wird nach einem Erklärungsansatz für die krisenanfälligen, an Stabilität mangelnden Strukturen der Finanzmärkte gesucht. Als theoretische Grundlage wird der Global-Governance-Ansatz des Finanzsystems

gewählt und erläutert, sowie die für die Untersuchung zentralen Akteure eingegrenzt.

Der Begriff der *global governance* wird in der vorliegenden Arbeit im Einklang mit dem Ansatz von Rimmel verstanden, der jegliche Handlungen, Anreize, Impulse und Aktivitäten von den Akteuren des globalen Finanzmarkts umfasst (Rimmel 2009, S. 215). Dies liegt im Sinne der vorliegenden Arbeit, da sie nicht beabsichtigt, lediglich den politischen Handlungsspielraum von Nationalstaaten zu bewerten.²³ Darüber hinaus konstatiert Rimmel (2009, S. 215), dass mit dieser Herangehensweise bewusst eine Distanzierung vom „staatlichen Regulierungsparadigma“ bewirkt werden soll, da *governance* ansonsten mit einer Gleichstellung von Politik missverstanden werden könne (Gottwald 2011, S. 41). Dies würde darüber hinaus eine demokratische Legitimation und Akzeptanz implizieren sowie einen eingrenzenden Anwendungsbereich, die als Eigenschaften nicht für die Strukturen des Finanzsystems gelten. Regulative Politik wiederum wird in diesem Zusammenhang als Teil einer Gesamtheit betrachtet, die die Stabilität von Finanzmärkten beeinflusst. Dazu zählen unter anderem regulative Maßnahmen, die Marktteilnehmer „dazu verpflichten, die Risiken ihres Tuns zu reflektieren“ (Lütz 2002, S. 22). Es lässt sich bereits vermuten, dass Probleme in globalisierten Systemen andere Antworten erfordern, als es die Institutionen es möglicherweise aus nationalen Märkten kennen.

Die Akteure des Finanzsystems

Grundlegend lässt sich ein System, speziell das hier zu betrachtende Finanzsystem, als eine „aus miteinander in Beziehung stehenden Elementen“ (Varnholt 1995, S. 5) gebildete Einheit verstehen. Diese Elemente lassen sich mit den Grundgedanken der hier definierten Global-Governance-Strukturen in Einklang bringen, indem auf der

²³ Hierfür siehe z.B. grundlegend Lütz (2002) bzw. Gottwald (2011).

höchsten Ebene des Systems der *Öffentliche Sektor, der Finanzsektor* und der *Kapitalmarkt* differenziert werden (Remmel 2009, S. 215).²⁴

Der *Öffentliche Sektor*, vertreten durch Staaten bzw. staatliche Akteure, fasst sämtliche öffentlichen Regulierungs- und Aufsichtsfunktionen im Finanzsystem zusammen (Remmel 2009, S. 216). Bisher wurde diese Gruppe lediglich im Zusammenhang mit Länderratings und als letzte Kriseninstanz zur Rettung mit öffentlichen Mitteln erwähnt. Zu einem späteren Zeitpunkt wird ein weiterer Beziehungstyp zwischen ihnen und Ratingagenturen fokussiert. Mit der Untersuchung der Ratingverordnung in Kapitel 4 wird als Akteur des Öffentlichen Sektors fortan die Europäische Union verstanden.

Der *Finanzsektor* spielt in der nachfolgenden Untersuchung eine untergeordnete, da in der Ratingverordnung nicht explizit relevante, Rolle. Trotzdem ist diese Gruppe, bestehend aus Akteuren des Finanzsektors, wie beispielsweise Banken, als Kreditgeber wichtig für die Vollständigkeit des dargestellten Systems.

Die dritte Gruppe agiert aus der Perspektive der Investoren am *Kapitalmarkt*, und enthält unter anderem private Akteure, welche die Interessen dieser Anleger vertreten (Remmel 2009, S. 216). Die Rolle der Ratingagenturen auf dem Kapitalmarkt zeichnet sich durch die Bereitstellung von Ratinginformationen aus, die im Ergebnis eine Anreizwirkung auf die Entscheidungsfindung und Handlungen aller anderen Akteure im dargestellten System haben.

Nachdem nun die Strukturen des Systems hinreichend erklärt und die relevanten Akteure eingegrenzt wurden, widmet sich der nächste Abschnitt der Beantwortung der zum Ende von Kapitel 2 aufgetretenen Fragen. Es bestätigte sich die Vermutung, dass Ratingurteile eine krisenverursachende bzw. –verschärfende Wirkung auf den Kapitalmärkten haben können. Es blieb allerdings unter anderem offen, welche Dynamiken und Strukturen im Finanzsystem dafür verantwortlich sind.

²⁴ Auf dieser Einteilung basiert das von ihm entworfene Modell des Governance-Dreiecks, das im späteren Teil abgewandelt Eingang in die Analyse findet. Siehe ursprünglich Llewellyn (2000).

Zunächst lassen sich zwei Merkmale im Hinblick auf die Bedeutsamkeit von Ratingurteilen herausstellen, welche die Stabilität des Systems beeinflussen. Zum einen sind die überwältigende Mehrheit der gehandelten Finanztitel bewertete Schuldtitel. Zum anderen findet ihre Nutzung in vielfachen, dichten Verflechtungen von Finanzbeziehungen statt (Franke und Krahn 2009, S. 9). Die Auffassung, dass Ratings die Grundlage sämtlicher Anreize und Aktivitäten in diesem System bilden, vermag eine leichte Übertreibung ihrer Bedeutung zu sein.²⁵ Sie führt aber zu einer zentralen These dieser Arbeit, und zwar, dass Störungen, welche die Qualität der Ratings beeinträchtigen, destabilisierend für das gesamte Finanzsystem sind. Wenn die Beschaffenheit der Ratingurteile also Zweifel an deren Glaubwürdigkeit zulässt, können sie ein Systemrisiko darstellen. Um diesem Zusammenhang tiefergehend nachzukommen soll zunächst eine begriffliche Annäherung von systemischen Risiken stattfinden.

3.1 Wie entstehen Systemrisiken?

Über eine klare Definition herrscht in der Literatur große Uneinigkeit. So stellt Schwarcz treffend fest, dass ein Problem, das nicht definiert, auch nicht effizient gelöst werden kann (Schwarcz 2008, S. 197). Für den Umgang mit Systemrisiken leitet sich also die These ab, dass, solange Unklarheit über die Beschaffenheit des Problems herrscht, auch keine adäquate Antwort darauf gefunden werden kann.

Die Bedeutung des Systemrisikos lässt sich, entgegen seiner Begrifflichkeit, vielmehr als ein Phänomen der Unsicherheit als eines des Risikos beschreiben.²⁶ Diese Unterscheidung folgt aus der methodischen Durchführbarkeit, die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses als Erwartungswert auszudrücken. Bei Risiken ist es im Gegensatz zu Unsicherheiten möglich, diesen Erwartungswert monetär zu bewerten und zu diesem Preis zu handeln, wie es beispielsweise auf

²⁵ Eine starke Übertreibung vermag dies jedoch auch nicht zu sein, da für das Jahr 2007 der Anteil von Finanztiteln, die mit einem Rating versehen waren, (je nach Analyse) zwischen 80% und 95% des gehandelten Gesamtvolumens ausmachten, Vgl. Hellwig (2010).

²⁶ Die ursprüngliche Unterscheidung von Risiko und Unsicherheit geht u.a. auf Keynes (1921) zurück.

dem Finanzmarkt praktiziert wird. Systemrisiken hingegen weisen auf eine Krisenwahrscheinlichkeit hin, über deren Verteilung und Ausmaß wortwörtlich Unsicherheit herrscht (Varnholt 1995, S. 9). Die Schwierigkeit, sie vorherzusehen, zeigt die Bedeutung auf, sie weitergehend zu untersuchen. Besonders die Rahmenbedingungen, welche die Entfaltung von Systemkrisen fördern können, erfordern eine kontinuierliche Bemühung, sie zu hinterfragen und zu optimieren.

Als Ausgangspunkt der destabilisierenden Wirkung der Ratingurteile auf das Finanzsystem wird häufig eine fehlgeleitete Anreizstruktur der Agenturen gesehen. Ein vielschichtiges Phänomen, das dabei immer wieder als krisenverschärfender Faktor und Grund zur Besorgnis für die Stabilität des Systems gilt, stellen Interessenkonflikte dar. Indem Interessenkonflikte das Ratingverfahren in ihrem Ergebnis erheblich beeinflussen können, wird angenommen, dass sie die Ratingqualität verschlechtern. Damit haben sie nicht nur Einfluss auf die Ausgestaltung der Informationssäule des Kapitalmarkts und der Beziehungen im Finanzsystem, sondern ferner auch das Potential, eine Kettenreaktion auszulösen. Damit können Interessenkonflikte als Systemrisiko identifiziert werden.

Im folgenden Abschnitt sollen Interessenkonflikte zunächst begrifflich eingeordnet werden, da, wie im vorherigen Kapitel aufgezeigt, ein Problem nur dann effizient gelöst werden kann, wenn man es als solches definieren kann.

3.1.1 Interessenkonflikte im internationalen System

Der Begriff des Interessenkonflikts lässt sich im weitesten Sinne als ein Fall definieren, in dem eine Handlungsentscheidung zwangsläufig die Präferenz eines Interesses über ein anderes impliziert (Kruithof 2007, S. 278). Im Kontext des Finanzsystems wird vor allem in der Arbeitsweise einiger Finanzakteure ein Konflikt vermutet, der das Interesse an einem höheren Gewinn über das einer adäquaten Ausführung einer Tätigkeit stellt. Im Hinblick auf die nachfolgende Untersuchung eines Gesetzestextes, welcher die Regulierung von Interessenkonflikten vorsieht, würde sich eine Definition von Interessenkonflikten aus diesem Gesetz als hilfreich erweisen. Kumpan und Leyens (2008, S.76) stellen

jedoch sehr treffend fest, dass „Capital market regulators, legislative institutions [...] have usually avoided an abstract and general definition of the term ‚conflict of interest““. Dies trifft ebenfalls auf die Ratingverordnung der Europäischen Union zu, da auch hier auf eine Begriffsbestimmung von Interessenkonflikten verzichtet wurde.²⁷

Die Beschäftigung mit der Definition in Gesetzestexten impliziert bereits, dass Interessenkonflikte einen Verhaltensanreiz von Marktakteuren darstellen, der nur durch regulierende Maßnahmen verhindert werden kann. Damit wird gleichzeitig die Frage aufgeworfen, warum der Markt selbst das Problem nicht lösen kann. Im wissenschaftlichen Konsens müsste dies in einem wettbewerbsfähigen Markt möglich sein (Bahar und Thévenoz 2007, S. 15). Die Argumente, die dafür sprechen, stützen sich auf bekannte Mechanismen, welche das Verhalten der Akteure aufgrund von Konkurrenz auf dem Markt disziplinieren sollen. Ist die Voraussetzung des Wettbewerbs auf dem Markt nicht gegeben, ist es notwendig, Regeln zu setzen. Doch auch hier stellt sich ein Problem dar, das bereits im Zusammenhang mit Informationsasymmetrien genannt wurde, denn die Qualität der erbrachten Leistung ist nicht für alle in gleicher Weise oder zum gleichen Zeitpunkt beobachtbar.

Diese rein theoretische Perspektive auf Interessenkonflikte soll nun anhand eines Beispiels verdeutlicht werden. In der folgenden gesonderten Betrachtung der Interessenkonflikte bei Finanzintermediären fällt auf, dass diese nicht ausschließlich situationsbedingt auftreten, sondern eine feste Eigenschaft der Intermediation darstellen (Hiß und Nagel 2011, S. 176).

3.1.2 Interessenkonflikte bei Finanzintermediären

Durch ihre Position als Intermediäre sind Ratingagenturen einem elementaren Konflikt ausgesetzt: sie sollen ein objektives Urteil abgeben, das den gegenüberstehenden Parteien, dem Kreditnehmer und -geber, gerecht wird, sowie

²⁷ Die Definition fehlt auch bei den Regulierungsmaßnahmen der IOSCO, der SEC oder des UK Companies Act (Hiß und Nagel 2011, S. 176).

von allen Marktteilnehmern als unabhängige und verlässliche Institution wahrgenommen werden. Gleichzeitig obliegt ihnen als privatwirtschaftlicher Akteur das eigene Interesse der Gewinnmaximierung. Neben diesem Konflikt zwischen privaten und öffentlichen Interessen ist das Geschäftsmodell der Agenturen außerdem anfällig für Anreize, welche die adäquate Erstellung von Ratings beeinträchtigen. Diese Art lässt sich als Rollenkonflikt beschreiben. Aufgrund einer Doppelrolle, die Agenturen in ihren Tätigkeitsfeldern einnehmen, kommen sie in einen Interessenkonflikt, der ihre Unabhängigkeit gefährdet (Hiß und Nagel 2011, S. 176).

Es sollen drei zentrale Konflikte identifiziert werden: 1) in der Beratungstätigkeit, 2) in der Finanzierungsart und 3) in ihrer Einbindung in die Bankenregulierung. Die Ausprägung der Interessenkonflikte in diesen drei Bereichen wird nachfolgend im Einzelnen erläutert.

3.1.2.1 Beratung

Neben der bisher besprochenen Erstellung von Ratings gehören auch weitere Dienstleistungsbereiche zum Arbeitsfeld der Agenturen. Dabei sticht besonders die Beratung als Nebentätigkeit heraus, da sie die Neutralität der Ratings gefährden kann.

Eine spezielle Rolle spielt dabei die Beratung von Kunden in der Zusammenstellung von strukturierten Produkten. Das Kreditinstitut als Emittent, welcher die strukturierten Produkte an Investoren verkaufen möchte, benötigt hierfür ein geeignetes Ratingurteil. Die hohe Komplexität dieser Produkte, welche sich aus der großen Anzahl gebündelter Kredite ergibt, ist ohne das leichter verständliche Rating der Agenturen für Anleger oftmals nur schwer greifbar. Die Agenturen erkannten hier ein neues Geschäftsfeld in der Beratung der Auftraggeber, um ihnen Empfehlungen auszusprechen, wie ein Produkt strukturiert sein muss, um eine gute Ratingnote zu erhalten. Dies ist insofern problematisch, da die anschließende Bewertung derselben Produkte innerhalb einer Agentur stattfinden. Dadurch ergibt sich für die Auftraggeber die Möglichkeit einer

Einflussnahme am Ratingverfahren (Hiß und Nagel 2011, S. 183). Die Ratingagenturen selbst stehen damit im Konflikt zwischen zwei Interessen. Zum einen lukrative und möglicherweise langfristige Beratungs- und Bewertungsaufträge zu sichern. Zum anderen eine kritische und unabhängige Beurteilung zu liefern, welche eine weitere Beauftragung riskieren und zudem die Autorität der Beratungstätigkeit untergraben könnte. Ein Hinweis dafür, dass dieser Interessenkonflikt tatsächlich vorherrscht, wird angesichts der Tatsache deutlich, dass allein Moody's bis zum Beginn der Krise im Jahr 2007 insgesamt 45.000 strukturierte Produkte mit dreifach-A bewertete, wovon über 80% nachher herabgestuft werden mussten (Philipper et. al. 2012, S. 8). Gleichzeitig wurden 40% des Gesamtumsatzes aus der Beratung selbiger Produkte erzielt (Hiß und Nagel 2011, S. 183).

Die hohen Gewinne der Agenturen geben Anlass, das Geschäftsmodell auch auf eine weitere potentielle Quelle von Interessenkonflikten hin zu prüfen.

3.1.2.2 Bezahlmodell

Aus dem Bezahlmodell der Ratingagenturen ergibt sich eine weitere Gefahr für die Objektivität und Neutralität der Ratings. Das hauptsächlich praktizierte *Issuer-Pay*-Modell stellt die Unabhängigkeit der Agenturen in Frage. Dieses Modell beinhaltet, dass der Auftraggeber, also der Kapitalnehmer, die Erstellung seines eigenen Ratings bezahlt. Den Agenturen, die sich über diese Aufträge finanzieren, wird daher vorgeworfen, im Sinne der langfristigen Geschäftsbeziehungen optimistischere Urteile zu vergeben. Der potentielle Interessenkonflikt entsteht hierbei ebenfalls im Spannungsfeld zwischen dem eigenen Anspruch, unabhängige Bewertungen zu liefern und dem Anreiz, durch Gefälligkeitsurteile Folgeaufträge zu sichern (Philipper et. al. 2012, S. 8).

In der Fachsprache als *Rating-Shopping* wird das Verhalten der Auftraggeber bezeichnet, genau auf diesen Interessenkonflikt der Agenturen abzielen. Danach erteilen die Emittenten den finalen Bewertungsauftrag nur dann, wenn die vorläufige Analyse der Agentur ihren Vorstellungen entspricht. Empirische Studien

deuten auf *Rating-Shopping* in der Praxis hin. So haben Jewell und Livingston (1999, S. 1-45) gezeigt, dass besonders kleinere Konkurrenten ihre Bemühungen um Aufträge vermuten lassen, indem sie an der kritischen Schwelle zwischen *non-investment-* und *investment-grade* tendenziell besser bewertet haben als die Marktführer (Beck und Wienert 2010, S. 465-466).

Als Folge von möglicherweise systematisch zu positiv bewerteten Ratings könnte der Verlust von Glaubwürdigkeit die Agenturen unter Druck setzen. Diese Form der Disziplinierung kann aber nur greifen, wenn die Auftraggeber der Ratings auf weitere Meinungen ausweichen können. Ein reger Wettbewerb auf dem Ratingmarkt wäre hierfür eine notwendige Voraussetzung. Der folgende Abschnitt thematisiert diesen Zusammenhang.

3.1.2.3 Marktstruktur und rechtliche Rahmenbedingungen

Obwohl es weltweit rund 150 Ratingagenturen gibt, dominieren die *großen Drei* den Ratingmarkt: Standard & Poor's (S&P), Moody's und Fitch (White 2010, S. 216). Im Jahr 2007 lag der gemeinsame Marktanteil bei rund 95%, was von einem starken Oligopol und somit wenig Meinungsvielfalt zeugt (Theurl und Schätzle 2011, S. 12; Phillipper et. al. 2012, S. 14-16; The Economist 2007).

Charakteristisch für diese enge Marktform ist ein kaum ausgeprägter Wettbewerb. Versuche neuer Agenturen, dem Markt beizutreten, wurden durch die Anforderungen der Auftraggeber an Erfahrungswerte und Marktakzeptanz, welche die deutlich kleineren Agenturen häufig nicht erfüllen konnten, erschwert.²⁸ Vor allem das Vertrauen der Anleger in die langjährige Tradition und Reputation der *großen Drei* stellt eine hohe Eintrittsbarriere dar.

Im Hinblick auf den Konflikt verschiedener Interessen, speziell bei den zwei größten Agenturen mit zusammen rund 80% Marktanteil (White 2010, S. 216), hat die Eigentümerstruktur die Aufmerksamkeit der Kritiker auf sich gelenkt. Jüngste Erkenntnisse aus unabhängigen Studien haben hervorgebracht, dass rund ein

²⁸ Vgl. Theurl und Schätzle (2011, S.12-18) für eine detaillierte Herleitung der Markteintrittsbarrieren.

Drittel der Unternehmensanteile von Moody's und des Mutterkonzerns von S&P im Besitz derselben US-Finanzkonzerne liegen (Bachstädt und Henn 2012, S. 23).²⁹ Als bekanntestes Beispiel dient der US-amerikanische Milliardär Warren Buffett, der mit seiner Investmentfirma zu den größten Anteilseignern von Moody's gehört. Da die Agenturen also zum Teil Wertpapiere ihrer eigenen Investoren beurteilen, liegt es nahe, die Unabhängigkeit dieser Ratings anzuzweifeln. Den Vorwurf der Einflussnahme von Anteilseignern auf die Neutralität der Ratingagenturen weisen diese stark von sich und verweisen erneut auf die formale Trennung der Ratingmethodik von anderen Geschäftsbereichen.³⁰ Nichtsdestotrotz nährt eine Verflechtung von Ratingagenturen und Konzernen die Vermutung, dass Interessenkonflikte entstehen können (Buschmeier 2011, S. 171).

Die mächtige Position der etablierten, weltweit operierenden Agenturen wird durch die rechtlichen Rahmenbedingungen im Zuge der internationalen Bankenregulierung zusätzlich hervorgehoben. Hierbei handelt es sich speziell um die Verwendung von Ratings in der Aufsicht von Banken im Rahmen der Basel II-Verordnung aus dem Jahr 2004.³¹ Die Vorschriften entsprachen einem internationalen Bedarf an strengeren Regeln bezüglich einer risikoadäquaten Eigenkapitalhinterlegung von Finanzinstituten, mit dem Ziel, die Stabilität des Finanzsystems zu sichern (Kruck 2011, S. 34). Die externen Ratings der Agenturen wurden dafür gleichwertig zu den bankinternen Bewertungen von Ausfallrisiken behandelt und erfuhren dadurch einen enormen Bedeutungszuwachs (Hiß und Nagel 2011, S. 104). Franke und Krahen (2009, S. 2) benennen diese Maßnahme als „Regelungsparadox“, da sie auf stabilen Märkten eine positive Wirkung hat, in Krisenzeiten allerdings noch schädlicher ist. Da vielen Investoren, bzw. Finanzinstituten, vorgeschrieben ist, Wertpapiere abzustoßen, welche unter eine

²⁹ Vgl. auch grundlegend Rügemer (2012) und Buchter und Storn (2012).

³⁰ Die Verhaltensregeln zur Vermeidung von Interessenkonflikten sind auf den Homepages der Agenturen einsehbar, Vgl. z.B. Moody's (2015)

³¹ Die Verordnung wurde vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht erlassen. Der Ausschuss wurde von den G-10 Staaten gegründet und fasst derzeit 28 Mitglieder. Die Aufgabe liegt in der Risikoreduktion von Insolvenzen von Finanzinstituten, mehr dazu Vgl. Bank for International Settlements (2017).

gewisse Ratinggrenze gefallen sind, kann eine simultane Bewertung durch wenige Anbieter, besonders durch hektische und deutliche Anpassungen, zu *herdenartigen* Entwicklungen führen (Phillipper et. al. 2012, S. 13).

Bei der Implementierung von Ratings zur Regulierung von Banken wurde das Ratingurteil als öffentliches Gut verstanden und im Sinne des Allgemeinwohls eingesetzt. Der vorherrschende Konflikt wird deutlich, wenn man sich bewusst macht, dass die Agenturen damit zwar im Interesse der Öffentlichkeit handeln, jedoch nicht in ihrem Auftrag (Hiß und Nagel 2011, S. 178). Öffentliche Regulierungsbehörden haben den Ratingagenturen quasi-regulative Autorität erteilt und erwarten, dass die Agenturen im Auftrag der Behörden handeln, so als ob diese explizit dazu angewiesen wurden (Kruck 2011, S. 71). Eine Gefahr, die aus dieser Konstellation entsteht, ist der Eindruck einer für die Agenturen bindenden Objektivität. Dies fördert zum einen die Akzeptanz der Ratings ohne jegliche kritische Hinterfragung, und zum anderen den Anreiz von Agenturen, die Ratingqualität zu vernachlässigen, da diese dann als Wettbewerbsvorteil nicht mehr relevant ist (Theurl und Schätzle 2011, S. 8; Phillipper et. al. 2012, S. 12). Der Reputationsmechanismus zur Disziplinierung der Agenturen ist dadurch außer Kraft gesetzt oder hat zumindest erheblich an Bedeutung verloren.

3.2 Zwischenfazit – das Global-Governance-Dreieck

Die drei in diesem Abschnitt bestimmten Konflikte sind aufgrund ihrer gegenseitig intensivierenden Wirkung schädlich für die Stabilität des Finanzsystems. Das bedeutet, dass insbesondere das Zusammenspiel dieser drei Krisenindikatoren das Gleichgewicht³² des Systems erheblich gefährden kann, auch wenn sie im Einzelnen eventuell weniger Schaden anrichten können (Franke und Krahen 2009, S. 2).

Für die Darstellung der Ergebnisse wird der methodische Ansatz des Governance-Dreiecks von Remmel modifiziert, um die Aktivitäten und Impulse der einzelnen Gruppen und Akteure darzustellen, welche das Gleichgewicht des Finanzsystems

³² Die Begriffe *Stabilität* und *Gleichgewicht* werden im Rahmen dieser Arbeit synonym verwendet.

beeinflussen (Rommel 2009, S. 215-217). Der Einfluss kann negativ oder positiv wirken, und in der Summe das System krisenanfälliger oder krisenresistenter machen.



Abbildung 1: Das Governance-Dreieck nach Rommel (2009) (Eigene Darstellung) ³³

Die Zuordnung der drei relevanten Gruppen von Akteuren auf dem Finanzmarkt ergibt sich analog zu Kapitel 3. Als Finanzsystem, das nicht anfällig für Krisen ist, wird in diesem Ansatz ein Dreieck verstanden, das durch keine Anreize oder Aktivitäten der Akteure aus dem Gleichgewicht gebracht wird. Graphisch würde dieses ein Abweichen aus der Mitte des Dreiecks bedeuten. In der vorliegenden Arbeit wird dieses Dreieck nun insofern abgewandelt, dass zunächst die Akteure (ebenfalls analog zu Kapitel 3) angepasst bzw. konkretisiert werden. Die bis hierhin identifizierten Probleme im Hinblick auf die Stabilität des Finanzsystems werden nun in das Global-Governance-Dreieck (Abb. 2) eingezeichnet und als Zwischenfazit zusammengefasst.

³³ Vgl. Rommel (2009, S. 217).

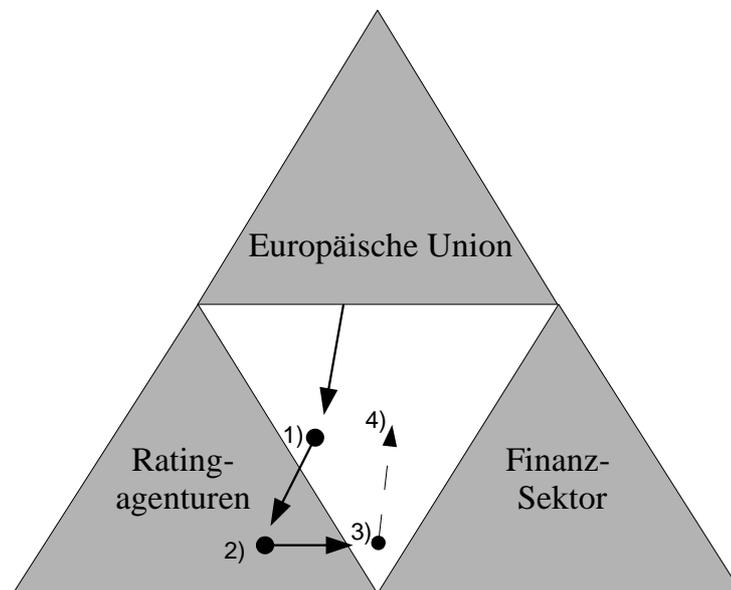


Abbildung 2: Das Global-Governance-Dreieck (eigene Darstellung)

1. Im Zuge der regulativen Maßnahmen im Finanzsektor wurde ein erheblicher Anteil der staatlichen Aufsicht, im Rahmen von Basel II, an die Ratingagenturen übergeben. Dabei wurde die Anfälligkeit für Interessenkonflikte in der Organisation ihres Geschäftsmodells und die damit einhergehenden Schwachstellen der Ratingurteile nicht berücksichtigt. Die Möglichkeit des Rückgriffs auf die Einschätzungen von Ratingagenturen als Grundlage für die Risikoabsicherung führte dazu, dass sich Banken zu stark auf die externen Ratings verließen³⁴ (Hiß und Nagel 2011, S. 209). Dies resultierte in einer hohen und unkritischen Akzeptanz der Ratings.
2. Die Nebentätigkeit der Agenturen in der Beratung von strukturierten Produkten führte zu weiteren Interessenkonflikten. Die Unabhängigkeit zwischen den Geschäftsbereichen der Beratung und Raterstellung gilt es anzuzweifeln, auch wenn sich die Agenturen auf ihre selbstaufgelegten Verhaltensrichtlinien zur formalen Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen den

³⁴ Als Reaktion auf diese nicht intendierten Nebenwirkungen folgte bereits 2010 die neue Basel III Verordnung, womit die alten Maßnahmen aufgelöst wurden. Man erhoffte sich eine Reduzierung des automatisierten Rückgriffs auf externe Ratings, Vgl. Bank for International Settlement (2011).

Tätigkeitsfeldern stützen (Phillipper et. al. 2012, S. 14).³⁵ Seit 2007 wurde zunehmend bewusst, dass die Ratings bestehende Risiken verschleierten, und insbesondere strukturierte Produkte viel zu positiv bewertet wurden.

3. Aus der Bezahlung durch den Emittenten wurden weitere Interessenkonflikte erkannt. Ferner wurde gezeigt, dass durch systematisch zu günstig abgegebene Urteile der Agenturen eine allgemein nach oben verzerrte Ratingqualität auf dem gesamten Markt vorherrscht (Phillipper et. al. 2012, S. 8). Da nicht alle Marktteilnehmer diese fehlerhafte Beurteilung erkennen können, würde eine wiederholte Informationsasymmetrie entstehen, die zu einem erneuten Ungleichgewicht durch die Agenturen führt. Indem andere Marktteilnehmer dies für das *Rating-Shopping* ausgenutzt haben, kann man die Interessenkonflikte auch zugunsten des Finanzsektors interpretieren.

Das Global-Governance-Dreieck stellt vereinfacht die Wirkung der Interessenkonflikte als Störung des Gleichgewichts dar. Aufgrund ihrer hohen Relevanz für die Stabilität des Finanzsystems ist eine wirksame Regelungsmaßnahme dieser fehlgeleiteten Anreize und Aktivitäten höchste Priorität einer staatlichen Regulierung, die darauf abzielt, zukünftig Krisen zu verhindern. Eine zentrale Hypothese lautet daher, dass partielle Regulierungsansätze zu entwickeln nicht ausreichend wäre, denn damit würden die gemeinsamen destabilisierenden Wechselwirkungen vernachlässigt. Die zentrale Herausforderung besteht darin, Regulierung als effektives Erkennungs- und Steuerungsinstrument von systemischen Risiken, explizit von Interessenkonflikten, zu verstehen. Ein möglicher Ausblick auf eine effektive Regulierung ist als Stoßrichtung 4) eingezeichnet.

Ausgehend von den genannten vorherrschenden Konflikten gilt es nun die resultierenden Verordnungen im Hinblick auf die Schaffung einer neuen Stabilität

³⁵ Siehe z.B. Moody's Code for Professional Conduct verfügbar unter: https://www.moody's.com/uploadpage/Mco%20Documents/Report_Code_ProfessionalConduct_2015.pdf (zuletzt abgerufen am 27.08.2017).

der Finanzmärkte zu untersuchen. Die sich daran anschließende Leitfrage lautet, inwieweit die Ratingverordnung der Europäischen Union zu einem Finanzsystem führt, das weniger anfällig für Krisen ist.

4 Analyse der Ratingverordnung der Europäischen Union im Hinblick auf die Vermeidung von Interessenkonflikten

Mit der Ratingverordnung Nr. 462/2013 trat im Jahr 2013 die aktuellste Fassung der europäischen Regulierungsgesetze von Ratingagenturen in Kraft³⁶. Damit ist sie die zweite Überarbeitung der im Rahmen der vorliegenden Untersuchung allgemein als *eine* Verordnung zusammengefassten Regulierungsmaßnahmen der EU³⁷. Ferner soll die Gesamtheit der Verordnungstexte seit 2009 betrachtet werden, so dass auch auf mögliche Veränderungen innerhalb dieses Zeitraums Bezug genommen werden kann.

Der Verordnungstext beginnt zunächst mit der umfangreichen Erwägung der Gründe und kommt dann zu den Artikeln des Gesetzes. Die Verordnung wird hinsichtlich zwei zentraler Fragen untersucht: 1) werden die Interessenkonflikte der Ratingagenturen und ihre Ursachen hinreichend erkannt? und daran anknüpfend 2) mit welchen Maßnahmen versucht die Verordnung, die Vermeidung dieser Interessenkonflikte wirksam durchzusetzen?

Der Beantwortung der ersten Frage dienen vorwiegend die Intentionen und Beweggründe der Verordnung, die unter *Erwägung der Gründe* ersichtlich sind. Frage 2) soll mithilfe der entsprechenden *Artikel* beantwortet werden.

³⁶ Die erste Verordnung Nr. 1060/2009 wurde im Jahr 2009 erlassen und mit der Verordnung Nr. 513/2011 bereits 2011 überarbeitet.

³⁷ Im Rahmen dieser Arbeit wird lediglich auf die Europäische Union als Gesamtheit verwiesen. Die Verordnung wurde von dem Europäischen Parlament und dem Rat der Europäischen Union auf Vorschlag der Kommission erlassen. Vgl. Verordnung Nr. 1060/2009.

Ausgangspunkt der Verordnung, „um ein hohes Anleger- und Verbrauchervertrauen im Binnenmarkt zu gewährleisten“ (Verordnung Nr. 1060/2009, Erwägungsgrund 43) stellt die neue Registrierungspflicht von allen in der EU tätigen Ratingagenturen dar (Verordnung Nr. 1060/2009, Art. 14). Die Registrierung erfolgt, wenn die Agentur alle Voraussetzungen für die Zulassung erfüllt hat.³⁸

Für eine übersichtliche und einfache Verständlichkeit wird eine Kategorisierung in drei Themenschwerpunkte der Verordnung vorgenommen. Diese werden nachfolgend einzeln erläutert und anhand des Verordnungstextes aufgeschlüsselt. Im Anschluss werden die Ergebnisse der Regulierung zusammengetragen und ihre Wirkungskraft bewertet. Die Ratingverordnung befasst sich mit folgenden zentralen Schwachstellen des Ratingmarkts, um zukünftig Interessenkonflikte nachhaltig zu vermeiden: Steigerung der Transparenz, eine Erweiterung der Aufsicht von Ratingagenturen und eine Intensivierung des Wettbewerbs (Verordnung Nr. 1060/2009, Erwägungsgrund 10; Verordnung (EU) Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 11).

4.1 Transparenz

Artikel 1 macht die Förderung der Transparenz auf dem Ratingmarkt zum Gegenstand der Verordnung. Auf diese Weise legt sie die „Organisations- und Verhaltensregeln für Ratingagenturen fest, die deren Unabhängigkeit fördern und Interessenkonflikte vermeiden sollen“ (Verordnung Nr. 1060/2009, Art. 1). In den Anforderungen zur Registrierung für die Agenturen schlägt sich die Steigerung der Transparenz vor allem in zwei Kernbereichen nieder: den umfangreichen Offenlegungspflichten bezüglich des Ratingprozesses und den Vorgaben zur Einhaltung der Unabhängigkeit (Verordnung Nr. 1060/2009, Art. 6-8).

³⁸ Die Voraussetzungen ergeben sich aus Verordnung Nr. 1060/2009, Artikel 6 – 12. Stand Februar 2017 waren 44 Agenturen in der EU registriert und zugelassen. Für eine genaue Auflistung mit Angaben zum Herkunftsland, sortiert nach dem Datum der Zertifizierung, Vgl. ESMA (2015).

Die Erbringung von Nebendienstleistungen, welche im Interessenkonflikt mit der Ratingtätigkeit stehen, sollten nicht gestattet sein (Verordnung Nr. 1060/2009, Erwägungsgrund 22). Das heißt, dass die gleichzeitige Beratungstätigkeit und Bewertung nicht mehr von derselben Agentur angeboten und durchgeführt werden darf. Daran schließt sich eine Vorgabe an, welche sich mit der Organisation der Führungsebene sowie der Vergütungsstruktur der Mitarbeiter befasst. Die Leitungsebene der Ratingagentur muss zu einem Drittel aus unabhängigen Mitgliedern bestehen, welche nicht in der Erstellung der Ratings tätig sind (Verordnung Nr. 1060/2009, Erwägungsgrund 29). Darüber hinaus wird für Mitarbeiter der Aufsicht sowie für Ratinganalysten festgelegt, dass die Vergütung nicht vom Erfolg der Agentur abhängig sein darf (Verordnung Nr. 1060/2009, Artikel 7 (5), Erwägungsgrund 30).

Mit der Ergänzung im Jahr 2013 sah die Verordnung außerdem Veränderungen in dem Modell des zahlenden Emittenten vor (*Issuer-pay-Modell*), da dies inhärente Interessenkonflikte mit sich bringt. Aufgrund des Interesses an einer langfristigen Geschäftsbeziehung identifiziert die Verordnung den Anreiz Gefälligkeitsratings zu erstellen (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 10).

Um die Unabhängigkeit des Ratingverfahrens dauerhaft gewährleisten zu können, schlägt die Kommission ein geeignetes Rotationssystem vor, welches einen regelmäßigen Wechsel von Ratinganalysten vorsieht (Verordnung Nr. 1060/2009, Erwägungsgrund 33). Im Detail bedeutet dies: Für den Wechsel eines bewertenden Mitarbeiters wird als Frequenz alle vier Jahre vorgeschlagen, die genaue Ausgestaltung liegt im Ermessen der Agenturen. Damit sollen langandauernde Beziehungen zu Auftraggebern, welche die Unabhängigkeit des Ratingverfahrens gefährden können, verhindert werden (Verordnung Nr. 1060/2009, Art. 7 (4)).

Weiterhin wurde die Struktur der Anteilseigner im Zusammenhang mit entstehenden Interessenkonflikten adressiert, indem eine kritische 5%-Beteiligungsgrenze an nicht mehr als einer Agentur ernannt wurde. Die potentielle Einflussnahme, welche durch einen größeren Anteil entstehen könnte, würde die

Unabhängigkeit und die Wahrnehmung selbiger durch andere Marktteilnehmer gefährden (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgründe 20-23). Es wird den Ratingagenturen zunächst empfohlen die Anteilseigner-Struktur zu ermitteln, um Interessenkonflikte ausschließen zu können (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 25).

Um die Glaubwürdigkeit der Agenturen zu rehabilitieren, werden Agenturen weiterhin dazu verpflichtet, einen jährlichen Transparenzbericht zu veröffentlichen. Der Bericht fasst sämtliche relevante Aktivitäten zusammen und muss für mindestens fünf Jahre über ihre Website für alle potentiellen Marktteilnehmer abrufbar sein (Verordnung Nr. 1060/2009, Art. 12).

4.2 Wettbewerb

Die Kommission konstatiert weiterhin, dass eine höhere Wettbewerbsintensität unter den Ratingagenturen erzeugt werden muss, um eine Reduzierung des Meinungsmonopols der *großen Drei* herbeizuführen (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 11; Philipper et al. 2012, S. 22).

Eine Vorgabe, die diesem Ziel nachgeht, verpflichtet den Emittenten von strukturierten Finanzprodukten, ein zweites Ratingurteil von einer unabhängigen Agentur einzuholen (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 28). Die hinzugezogene Agentur darf dabei einen maximalen Marktanteil von 10% haben (Verordnung Nr. 462/2013, Artikel 8c; Bachstädt und Henn 2013, S. 22). Ein Abweichen von diesem Verhalten muss allerdings lediglich von den Agenturen registriert werden, was vermutlich keine große Abschreckungswirkung erzeugt.

Das bereits angesprochene Rotationssystem soll, neben der Förderung der Unabhängigkeit, außerdem einen positiven Effekt auf den Wettbewerb entfalten (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 17). Die künstlich geschaffene Nachfrage nach alternativen Anbietern mit deutlich kleinerem Marktanteil soll den kleinen Agenturen gleichzeitig zu einer größeren Marktakzeptanz verhelfen. Indem

Markteintrittsbarrieren abgebaut werden, kann der Rotationszwang als Versuch interpretiert werden, das Oligopol auf dem Ratingmarkt aufzubrechen.

4.3 Ratingaufsicht und Haftung

Für die Aufsicht der Ratingagenturen wurde im Zuge der ersten Überarbeitung der Verordnung eigens eine neue EU-Wertpapieraufsichtsbehörde, die *European Securities and Markets Authority* (ESMA)³⁹, geschaffen. Zu ihrem Auftrag gehören die Zulassung und Betreuung der Agenturen im Registrierungsverfahren sowie die ständige Kontrolle darüber hinaus. Ein Kernaspekt der Registrierungspflicht ergibt sich aus der Befugnis der Ratings für aufsichtsrechtliche Zwecke, wie z.B. die Möglichkeit Ratings in der Eigenkapitalhinterlegung von Banken einzusetzen (Verordnung Nr. 1060/2009, Art. 4). Im Hinblick auf die Bezugnahme von Ratings in der Regulierung oder der Aufsicht von Finanztransaktionen hat die Kommission eine Reduzierung des übermäßigen und automatisierten Rückgriffs auf Ratings angefordert (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 6-9). Ziel ist es, damit eine sorgfältige Prüfung des Anlegers zu initiieren. Insbesondere Finanzinstitute sollen nicht mehr automatisch auf Ratings zurückgreifen, sondern interne Verfahren zur Bewertung von Kreditrisiken entwickeln (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 9). Die Ratinganbieter sollen damit wieder angehalten werden, an einer kontinuierlichen Verbesserung ihrer Reputation und der Ratingqualität zu arbeiten.

Verstößt eine Ratingagentur „vorsätzlich oder grob fahrlässig“ (Verordnung Nr. 462/2013, Artikel 35a) gegen die Verordnung, haftet sie für einen Emittenten oder Anleger entstandenen Schaden. Darüber hinaus kann die ESMA über einen umfassenden Sanktionierungskatalog verfügen, der unter anderem einen Entzug des Registrierungszertifikats oder ein zeitweiliges Geschäftsverbot umfasst (Verordnung Nr. 462/2013, Artikel 35a; Philipper et al. 2012, S. 18).

³⁹ Für weitere Informationen siehe <https://www.esma.europa.eu/regulation/credit-rating-agencies>.

4.4 Ergebnisse der Regulierung

Acht Jahre nach Einführung der Ratingverordnung gilt es, diese nun auf ihre Wirksamkeit in der Vermeidung von Interessenkonflikten zu prüfen. Zunächst sollen zwei grundlegende Schwächen an der Ausgestaltung der Verordnung aufgeführt werden, um ihre generelle Aussagekraft zu relativieren.

Zum einen fällt in den Formulierungen der Gesetzesartikel auf, dass häufig verwendete Begriffe wie „angemessen“, „geeignet“ oder „fehlerhaft“ viel Interpretationsspielraum für die Agenturen bieten, da eine konkrete und spezifische Begriffsbestimmung an vielen Stellen nicht aufgeführt wird. Besonders die bereits erwähnte fehlende Definition von Interessenkonflikten ist kritisch zu bewerten, da diese schließlich Regulierungsgegenstand der Verordnung ist.

Als eine weitere Schwäche der Verordnung erweist sich der Widerspruch in ihrer grundlegenden Motivation. Einerseits soll sie die Marktteilnehmer darauf sensibilisieren, den Ratingurteilen keine unkritische Akzeptanz mehr entgegenzubringen und folglich den automatisierten Rückgriff auf Ratings verringern. Andererseits wird als Absicht erklärt, dass Verbraucher wieder mehr Vertrauen in die Ratings aufbauen müssen, um zu einem funktionierenden Markt beizutragen. Ein möglicher unerwünschter Effekt der Verordnung könnte sich genau in der Förderung dieses *blinden Vertrauens* ergeben. Anleger, die in Zukunft erwarten, dass die Regulierungsmaßnahmen ihren gewünschten Erfolg zeigen und sich die Qualität der Ratings verbessert, könnten sich erneut auf die Urteile verlassen.

Ausgehend von dieser allgemeinen Wirksamkeit der Verordnung werden nun die Ergebnisse der Ratingverordnung mit Hinblick auf die Vermeidung von Interessenkonflikten angeführt.

Wirksamkeit der Verordnung

Zunächst wird deutlich, dass sich die Verordnung an der Schaffung von Transparenz in jedem Aspekt des Ratingverfahrens abarbeitet, wodurch der

Anschein erweckt wird, dass gute Regulierung und hohe Transparenz gleichzusetzen sind. Die umfangreichen Offenlegungspflichten hinsichtlich des Ratingverfahrens, der verwendeten Modelle, der Informationsquellen, der Kundenlisten inklusive der Umsätze und sämtlicher Geschäftstätigkeiten betreffen einige problematische Bereiche der Geheimhaltung und können damit zum Abbau von Informationsasymmetrien beitragen. Durch die angeordnete Offenlegung von potentiellen Interessenkonflikten seitens der Agenturen lassen sich diese jedoch nicht effektiv bekämpfen. Es ist anzunehmen, dass nicht jeder Anleger die jährlichen Transparenzberichte der Agenturen liest und in seine Investitionsentscheidung einfließen lässt. Eine positive Entwicklung kann dies möglicherweise trotzdem mit sich bringen, denn zumindest können Marktteilnehmer eine Situation bzw. ein Ratingurteil besser einschätzen als ohne die Offenlegung der Konflikte. In dem Fall, dass sich Emittenten aufgrund offengelegter Interessenkonflikte tatsächlich dagegen entscheiden, einen Auftrag zu erteilen, wirft es die Frage nach möglichen Alternativenanbietern auf.

Denn die angestrebte Intensivierung des Wettbewerbs fällt bisher ernüchternd aus. Zunächst erscheinen die 44 registrierten Ratingagenturen zahlenmäßig als potentielle Konkurrenz für die *großen Drei*. Diesen Eindruck gilt es jedoch zu relativieren, wenn man in Betracht zieht, dass rund ein Drittel der Ratingagenturen als Tochtergesellschaften der drei Marktführer zu zählen sind. Dass sich an dieser Position wenig geändert hat, zeigt der Blick auf den jährlichen Bericht der ESMA. Der Marktanteil der *großen Drei* lag im Dezember 2016 weiterhin bei rund 93% (ESMA 2016, S. 6). Hinsichtlich der Schwierigkeiten, den Ratingmarkt klar einzugrenzen, und unter Berücksichtigung von mathematischen Ungenauigkeiten, muss man die Differenz von 2% in ihrer Bedeutung relativieren.⁴⁰ Die nächstgrößte Agentur kommt auf knapp 2% Marktanteil und hat ihren Sitz in London. Zum aktuellen Zeitpunkt ist ein Austritt Großbritanniens aus der EU in den kommenden Jahren zu erwarten. Auch ist das Größenverhältnis innerhalb des

⁴⁰ Der Ausgangswert lag bei rund 95% aus dem Jahr 2007 (siehe Kapitel 3.1.2.3).

Oligopols in ihrer Rangordnung ähnlich geblieben. Mit rund 16,5% Marktanteil liegt die Fitch Group an dritter Stelle, die Moody's Group mit 32% auf Rang zwei und als größter Anbieter gilt die Standard & Poor's Group mit 45% Marktanteil (ESMA 2016, S. 6). Auffallend ist auch der Zugewinn von 5% Marktanteil von S&P trotz erheblicher Bemühungen der EU, dies zu vermeiden. Die einzigen Einbußen am Marktanteil hat die Moody's Gruppe aufzuweisen. Für diese Entwicklungen können im Rahmen dieser Arbeit nur Vermutungen angestellt werden.

Die Ursache für die stagnierende Wettbewerbsintensität kann unter anderem in der nicht praktikablen Umsetzung des Rotationsprinzips liegen. Angesichts des enormen Größenunterschieds zwischen den *großen Drei* und den restlichen Anbietern ist es fraglich, wie ein reibungsloser Wechsel ablaufen soll. Oftmals kann eine deutlich kleinere Ratingagentur kaum die Kapazitäten aufbringen, die ein Auftraggeber von den etablierten Marktführern gewohnt ist (Bachstädt und Henn 2012, S. 22). Dies impliziert, dass auch die aus dem Rotationsprinzip resultierende Unabhängigkeit und Distanz zum Auftraggeber mittelfristig nicht zu erwarten ist. Angenommen, der Rotationszwang wäre für alle Finanztitel umsetzbar, ohne dass eine Agentur an ihre Kapazitätsgrenzen stößt, könnte dies eine erhebliche Verschlechterung der Ratingqualität bedeuten. Darauf deutet die Verordnung selbst in ihren Anforderungen an Ratings, welche „auf geeigneten historischen Erfahrungswerten“ (Verordnung Nr. 1060/2009, Erwägungsgrund 23) beruhen sollen. Ein häufiger Wechsel würde dem Aufbau von Erfahrung innerhalb einer Agentur entgegenwirken. Zu diesem Entschluss ist auch die Kommission gekommen, die bereits 2013 das Rotationsprinzip erheblich abgeschwächt und vorläufig auf die Bewertung von Wiederverbriefungen beschränkt hat, um zunächst keine Unruhen auf dem Markt auszulösen.⁴¹

In Bezug auf die Vermeidung von Interessenkonflikten aufgrund von Anteilseigner-Strukturen kann kaum Wirkungskraft von der Verordnung erwartet werden. Zwar gibt es bei den etablierten US-amerikanischen Ratingagenturen

⁴¹ Vgl. Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 13; hier werden Wiederverbriefungen als „beschränkte Finanzierungsquelle von Banken“ definiert.

gemeinsame Eigentümer, welche die jeweilige 5% Hürde überschreiten (siehe Kapitel 3.1.2.3). Diese gehören allerdings zu der Art von Fondsgesellschaften, welche von der Anwendung der Verordnung ausgeschlossen bleiben (Verordnung Nr. 462/2013, Art. 6a (e); (Bachstädt und Henn 2012, S. 23). Die Vermutung liegt nahe, dass besonders die etablierten Agenturen mit Sitz außerhalb der EU Gesetzeslücken bzw. genannte Schwachstellen der Verordnung ausnutzen könnten, und infolgedessen keine Verbesserung des Status-quo stattfinden wird.

Die Untersuchung weist an dieser Stelle auf zwei Maßnahmen der Verordnung hin, die sich als wirksam in der Vermeidung von Interessenkonflikten zeigen könnten. Diese wirksamen Maßnahmen sollen nun abschließend in einem Fazit mithilfe des Global-Governance-Dreiecks dargestellt werden, um ihre mögliche Wirkung auf das Gleichgewicht des Finanzsystems zu verdeutlichen.

5 Fazit

Die Untersuchung der Ratingverordnung der Europäischen Union hat nur eine bedingte Wirksamkeit auf die Vermeidung von Interessenkonflikten bei Ratingagenturen erkennen lassen. Obwohl die Verordnung auf alle im Zuge der Finanzkrise erkennbaren Konflikte und Probleme der Agenturen eingegangen ist, scheint sie lediglich in der Lage zu sein, diese teilweise verhindern zu können. Schlussfolgernd aus den Ergebnissen der Analyse könnten folgende Maßnahmen der Regulierung die Krisenanfälligkeit des Finanzsystems reduzieren:

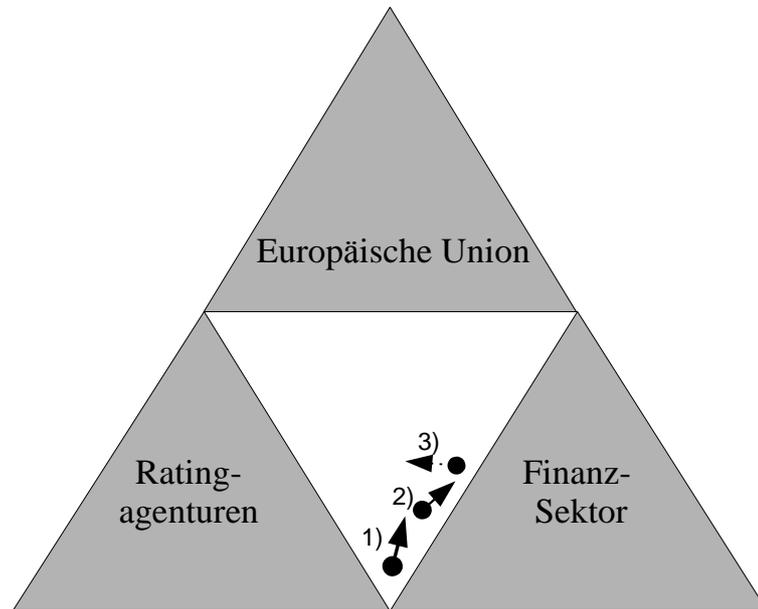


Abbildung 3: Das Global-Governance-Dreieck nach der EU-Verordnung (eigene Darstellung)

1. Die Trennung von Beratung und Bewertung des gleichen Finanztitels innerhalb einer Ratingagentur, welche ein tatsächliches Eingreifen in das Geschäftsmodell der Agenturen darstellt, kann als eine wirkungsvolle Maßnahme bewertet werden. Von einer völlig neuen Situation zu sprechen, wäre jedoch zu optimistisch. Schließlich bleibt es abzuwarten, ob die weiterhin genehmigten Nebentätigkeiten Raum für neue Interessenkonflikte bieten. Auf den schnelllebigen und innovationsreichen Kapitalmärkten können neue Produkte und Geschäftszweige in kürzester Zeit ein großes Marktvolumen erreichen, wie bereits die Entwicklung der strukturierten Finanzprodukte bewiesen hat (Remmel 2009, S. 220).
2. Weiterhin ist die Reduzierung der regulativen Verwendung von Ratings in der Finanzaufsicht eine vielversprechende Initiative, um Ratingagenturen ihren quasi-institutionellen Charakter zu entziehen. Mit der Vermeidung des übermäßigen Rückgriffs auf Ratings wird auf den Konflikt zwischen privaten und öffentlichen Interessen eingegangen. Dies konnte nur zum Teil erreicht werden, da bisher noch keine vollständige Streichung aus den

Unionsrechten eingeführt wurde. Wenn den Marktteilnehmern signalisiert wird, dass Ratings keine staatliche Aufsichtsfunktion mehr zuteilwerden soll, hat dies zum Einen den positiven Effekt, dass sich Finanzinstitute und Anleger wieder verstärkt auf ihr eigenes Urteil stützen müssen. Ein möglicher negativer Effekt könnte sich ergeben, falls die bankinternen Methoden, welche dann als Alternative zu den externen Ratings dienen, ebenfalls anfällig für Interessenkonflikte sind. Dies zu untersuchen ist jedoch nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit. Die Wirksamkeit auf das Gleichgewicht ist aber auch an dieser Stelle mit einigen Einschränkungen zu bewerten, da in der Verordnung erst das Jahr 2020 als geplanter Zeitpunkt für eine vollständige Streichung aller Vorgaben im Unionsrecht, welche die Nutzung oder Abgabe von Ratings zu aufsichtsrechtlichen Zwecken erfordern, vorgesehen ist (Verordnung Nr. 462/2013, Art. 5 (a)–(c)). Bis dahin dürfen externe Ratings in einem *angemessenen* Umfang weiterhin verwendet werden.

3. Das Issuer-Pay-Modell wurde in der Verordnung als Ursache von Interessenkonflikten identifiziert, jedoch nicht in der bestehenden Regulierung berücksichtigt. Es wird lediglich darauf hingewiesen, dass nach diesem Modell erstellte Ratings als Bewertungen wahrgenommen werden sollen, welche „eher den Wünschen des Emittenten entgegenkommen als den Bedürfnissen des Anlegers“ (Verordnung Nr. 462/2013, Erwägungsgrund 10). Es wird an dieser Stelle zwar eine deutliche Sprache gewählt, von welcher allein allerdings kein großer Einfluss auf die Marktteilnehmer zu erwarten ist. Nichtsdestotrotz kann dieses, optimistisch gesehen, als neue Stoßrichtung oder als zukünftig wirkungsvoller Impuls bewertet werden. Die Offenlegungspflicht von Interessenkonflikten im Bezahlmodell hat Potential, das Bewusstsein der Anleger ausdrücklich auf diesen Interessenkonflikt zu lenken und könnte folglich Agenturen mit

einem alternativen Bezahlmodell einen leichten Wettbewerbsvorteil verschaffen.

Das Global-Governance-Dreieck soll die Möglichkeit bieten, die von der Ratingverordnung implizierte Stabilität des Systems kritisch zu hinterfragen (Rommel 2009, S. 220). Die graphische Darstellung der Dynamik von staatlicher Regulierung und Verhaltensimpulsen im Finanzsystem soll Aufschluss darüber geben, wie nachhaltig die Maßnahmen des öffentlichen Sektors in einer systemischen Perspektive sind. Im Fall der Ratingverordnung der EU konnten die Maßnahmen zwar die Ausgangssituation in Richtung eines stabileren Systems bewegen, von einem Gleichgewicht lässt sich dennoch nicht sprechen. Die partielle Regulierung im Hinblick auf die Vermeidung von Interessenkonflikten kann das System nicht vollständig stabilisieren. Dies kann folgende Gründe haben: *Erstens* gehören Interessenkonflikte zum Wesen der Finanzintermediäre. Eine vollständige Beseitigung scheint daher nicht erreichbar zu sein, solange es das Geschäftsmodell der Ratingagenturen in dieser Form gibt. Die Regulierung hat zwar hohe Anforderungen an das Ratingverfahren gelegt, die im Zuge der Registrierung einer Agentur zu erfüllen sind, sich der Bekämpfung ihrer Schwächen jedoch nicht streng genug angenommen. *Zweitens* lässt sich daran anknüpfend festhalten, dass die grundlegenden Eigenschaften von Interessenkonflikten und ihrem resultierenden Einfluss auf das menschliche Verhalten noch nicht ausreichend untersucht und definiert ist. Die Steuerung oder die Vermeidung dieses Problems in der regulatorischen Ausgestaltung ist auch daher so schwierig, weil die Annahme der Rationalität auf den Märkten noch zu stark suggeriert wird. Die Finanzkrise hat auf die Bedeutung dieses menschlichen Verhaltens hingewiesen, jedoch noch keinen Paradigmenwechsel in der Regulierung bewirken können. Dieser scheint notwendig, um eine adäquate Antwort auf die destabilisierende Wirkung von Interessenkonflikten zu finden. *Drittens* liegt darüber hinaus ein explizites Problem in dem grenzenlosen Charakter des globalen Finanzsystems. Ohne eine globale Lösung bzw. einen *kleinsten gemeinsamen Nenner* auf internationaler Ebene bleiben

die Vorgaben der EU eine regionale Handlungsempfehlung. Der Europäischen Union mangelt es, in ihrem Vorhaben, US-amerikanischen Ratingagenturen Regeln aufzusetzen, ausgerechnet an Glaubwürdigkeit. Denn aufgrund fehlender Alternativen auf dem Ratingmarkt wirken jegliche Drohungen, ihnen ihre Registrierung in Europa zu entziehen, ungefährlich (Philipper et. al. 2012, S.23). Einen neuen europäischen Anbieter zu fördern und konkurrenzfähig aufzubauen stellt daher eine diskussionswürdige Alternative dar.

Dies bietet einen Anstoß, die anschließenden Forschungsmöglichkeiten zu betrachten. Der Debatte um die Etablierung einer staatlichen Ratingagentur haben sich bereits einige Publikationen angeschlossen.⁴² Für die vorliegende Argumentation ist dieser Vorschlag allerdings nicht zielführend, da er neue Interessenkonflikte impliziert. Die Staaten Europas gehören zu den größten Schuldnern an den Kapitalmärkten. Eine Agentur, welche von diesen Staaten gegründet würde, um ihre eigene Bonität zu beurteilen, würde nur schwer an Vertrauen auf dem Markt gelangen (Beck und Wienert 2010, S. 468). Da eine Abwertung einer europäischen Staatsanleihe höhere Zinsbelastung für das betreffende Land bedeuten würde, liegt es nahe zu vermuten, dass nationale Regierungen schnell versuchen würden, darauf Einfluss zu nehmen. Eine interessenfreie Bewertung ist also in diesem Fall schwer vorstellbar.

Zielführender könnte sich für eine weitere Anschlussforschung erweisen, sich mit bisher unbekanntem, aus der Ratingverordnung resultierenden Systemrisiken zu beschäftigen. Wie bereits der problematische Rückgriff auf externe Ratings das Resultat der Finanzmarktregulierung war, könnten auch aus den Maßnahmen der EU an anderer Stelle neue Interessenkonflikte oder Fehlanreize entstehen.

Abschließend lässt sich zusammenfassen, dass in der Zielsetzung der europäischen Regulierungsmaßnahmen einige zentrale Probleme erkannt wurden. Die Vermeidung von Interessenkonflikten stellt am Ende ein Mittel zur

⁴² z.B. Beck und Wienert (2010, S. 467-468), oder Theurl und Schätzle (2011, S. 15).

Verbesserung der Ratingqualität dar. Die angestrebte Steigerung der Transparenz, Intensivierung des Wettbewerbs sowie Reduzierung der aufsichtsrechtlichen Nutzung ergeben zusammen Maßnahmen, welche die vorherrschenden Interessenkonflikte bei den Agenturen vor einer zu starken Entfaltung bewahren sollen. Wie im Laufe dieser Arbeit hergeleitet, ist es vor allem das Zusammenspiel dieser Merkmale, welches Interessenkonflikte zu einem krisenverschärfenden Faktor intensivieren können. Die im Zwischenfazit gebildete Hypothese⁴³ kann also bestätigt werden. Nichtsdestotrotz kann die Ratingverordnung auch eine stabilisierende Wirkung auf das Finanzsystem entfalten. Dies gilt im Hinblick auf:

- die höhere Effizienz der Märkte aufgrund der gesteigerten Transparenz,
- sowie einer teilweisen Rückgewinnung des Vertrauens in die Unabhängigkeit der Ratings durch die effektive Vermeidung eines wesentlich an der Finanzkrise mitverantwortlichen Interessenkonflikts.

Diese zwei Aspekte erfüllen zwar Voraussetzungen für ein weniger krisenanfälliges Finanzsystem, sie können sich jedoch nicht vollständig in ihrer Wirkung durchsetzen. An diese Entwicklung gilt es anzuknüpfen, da man trotz der Maßnahmen der Europäischen Union noch nicht von einem Finanzsystem sprechen kann, das weniger anfällig für Krisen ist.

⁴³ Diese lautete, dass für ein Finanzsystem, das weniger anfällig für Krisen sein soll, partielle Regulierungsansätze nicht ausreichen, da die gemeinsamen destabilisierenden Wechselwirkungen vernachlässigt werden.

6 Literaturverzeichnis

- Abdi-Herrle, S., Blickle, P., Hildenrandt, L., Klormann, S., Lauter, R., Middelhof, P., Luther, C., Stahnke, J. & Stürzenhofecker, M. (2017). Team Trump. 09. Jan. 2017. <http://www.zeit.de/politik/ausland/2016-11/donald-trump-kabinett-regierung>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for ‚Lemons‘: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Jg 84, Heft 3, 488 – 500.
- Bank for international Settlement. (2011). Internationaler Regulierungsrahmen für Banken (Basel III). http://www.bis.org/bcbs/basel3_de.htm. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Bank for international Settlement. (2017). About the Basel Committee. <https://www.bis.org/bcbs/about.htm?m=3%257C14%257C573> Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Bahar, R., & Thévenoz, L. (2007). Conflicts of Interest: Disclosure, incentives and the market. In: L. Thévenoz & Rashid Bahar, (Hrsg.), *Conflicts of Interest. Corporate Governance & Financial Markets* (S. 1-28). Kluwer Law International.
- Bächstädt, K.-H., & Henn, M. (2012). Greift die EU bei Ratingagenturen durch? Kritische Würdigung der EU-Kommission zur Regulierung der Ratingagenturen. *Kredit & Rating Praxis*, Heft 1/2012, 18-25.
- Bächstädt, K.-H., & Henn, M. (2013). Ratingregulierung geht in die 3. Runde – die neue EU-Ratingverordnung wurde beschlossen. *Kredit & Rating Praxis*, 2/2013, 19-24.
- Beck, H., & Wienert, H. (2010). Brauchen wir eine europäische Ratingagentur? *Wirtschaftsdienst*, Heft 7, 464 – 469.

-
- Berblinger, J. (1996). Marktakzeptanz des Ratings durch Qualität. In: H. Büschgen & O. Everling (Hrsg.), *Handbuch Rating* (S.21-109). Wiesbaden: Galber Verlag.
- Buchter, H., & Storn, A. (2012). Allein gegen die großen Drei. 08. März .2012. <http://www.zeit.de/2012/11/Ratingagenturen/komplettansicht>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Buschmeier, A. (2011). *Ratingagenturen. Wettbewerb und Transparenz auf dem Ratingmarkt*. Wiesbaden: Gabler Verlag, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.
- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, Jg. 4, 386 – 405.
- Deutschlandfunk. (2011). Wir sind uns einig. Interview mit Wolfgang Schäuble. 12. Juli 2011. <https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Interview/2011/07/2011-07-12-Schaeuble-dlf.html>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- ESMA. (2015). CRA Authorisation. 01. Dez. 2015. <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- ESMA. (2016). Competition and choice in the credit rating industry. Market Share calculation required by Article 8d of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies as amended. 16.12.2016. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1662_cra_market_share_calculation.pdf. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Franke, G., & Krahen, J. P. (2009). Instabile Finanzmärkte. Perspektiven der Wirtschaftspolitik. CFS Working Paper, No. 2009/13.

- Gärtner, M., Griesbach, B., & Jung, F. (2012). Die Macht der Meinungsmacher: Ratingagenturen und staatliche Verschuldungsdynamiken. *Wirtschaftsdienst* 95, 4, 251 – 255.
- Gottwald, J.-C. (2011). *Regulierung der Finanzmärkte in der EU. Möglichkeiten und Grenzen der politischen Gestaltung dynamischer Märkte im europäischen Mehr-Ebenen-System* (Internationale Politische Ökonomie, Bd. 10). Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.
- Gourevitch, P. (2002). Collective Action Problems in Monitoring Managers: the Enron case as a Systemic Problem. *Economic Sociology, European Electronic Newsletter*, Vol. 3, Iss. 3, S. 3-16.
- Hagelüken, A. (2017). Mit Trump wird die nächste Finanzkrise wahrscheinlicher. 07. Feb. 2017. <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/dodd-frank-gesetz-mit-trump-wird-die-naechste-finanzkrise-wahrscheinlicher-1.3365908>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Hellwig, M. (2008). *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*. Bonn: Preprints of the Max Planck Institute.
- Hellwig, M. (2010). *Finanzkrise und Reformbedarf. Gutachten für den 68. Deutschen Juristentag*. März 2010. Bonn: Preprints of the Max Planck Institute.
- Hirschfeld Davis, J. & Protess, B. (2017). Trump moves to roll back Obama-Era Financial Regulation. 03. Feb. 2017. <https://www.nytimes.com/2017/02/03/business/dealbook/trump-congress-financial-regulations.html>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Hiß, S., & Nagel, S. (2012). *Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung*. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.

-
- Jewell, J., & Livingston, M. (1999). A Comparison of Bond Ratings from Moody's S&P and Fitch IBCA. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Jg. 8, Nr. 4.
- Keynes, J. M. (1921). *A Treatise on Probability*. London: Macmillan.
- Kruck, A. (2011). *Private Ratings, Public Regulations. Credit Rating Agencies and Global Financial Governance*. Basingstoke: Palgrave MacMillan.
- Kruithof, M. (2007). Conflict of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate? In: L. Thévenoz & Rashid Bahar, (Hrsg.), *Conflicts of Interest. Corporate Governance & Financial Markets* (S. 277-336). Kluwer Law International.
- Kumpan, C., & Leyens, P. (2008). Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Toward a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation. *European Company and Financial Law Review*, Band 5, Heft 1, 72–100.
- Llewellyn, D. (2000). Some Lessons for Regulation from Recent Bank Crises. *Open Economies Review* II (I), 69-109.
- Lindemann, P. (2007). *Nichtregierungsorganisationen als spezialisierte Kapitalmarktakteure. Ein finanzintermediationstheoretischer Erklärungsansatz*. Wiesbaden: GWV Fachverlage GmbH.
- Lütz, S. (2002). *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*. Frankfurt a. M.: Campus Verlag.
- Moody's Investors Service (2011): General Credit Rating Services in: Rating Symbols and Definitions.
<http://www.moodysanalytics.com/~media/products/Moodys-Rating-Symbols-and-Definitions.pdf>. S. 4. Zugegriffen: 27. Aug 2017.

Moody's Investors Service (2015): Policy on Conflict of Interest Certification. 8. Juni 2015.

https://www.moody's.com/uploadpage/Mco%20Documents/Policy_on_Conflict_of_Interest_Certification.pdf. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.

Morgenroth, Dr. K.-H. (2006). *Ökonomische Analyse der Funktionen von Rating durch Ratingagenturen im Rahmen einer Gläubiger-Schuldner-Beziehung*. Göttingen: Cuvillier Verlag.

Naciri, A. (2015). *Credit Rating Governance: Global Credit Gatekeepers*. New York: Taylor & Francis Group.

Nauhaus, S., & Schäfer, D. (2015). Nur beschränkt nachvollziehbar: Länderratings während der Krise im Euroraum. *Wirtschaftsdienst* 95, Heft 10, 678 – 683.

Paudyn, B. (2014). *Credit Rating and Sovereign Debt. The Political Economy of Creditworthiness through Risk and Uncertainty*. Basingstoke: International Political Economy Series, Palgrave MacMillan.

Philipp, J., & Stuwe, A. und Weiß, M. (2012). *Ratingagenturen: Sind sie notwendig, überflüssig, notwendiges Übel oder schädlich?* Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung.

Rommel, N. (2009). Zwischen Selbstregulierung, Staat und Markt. Eine systemische Perspektive auf Governance Strukturen des Finanzsektors im Lichte der Finanzkrise 2007-2009. In: O. Kessler (Hrsg), *Die internationale politische Ökonomie der Weltfinanzkrise* (S. 199-226). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.

Rommel, N. (2013). *Collective Moral Hazard as a Source of Systemic Risk in Financial Markets – An Analysis of the financial crisis 2007-2009*. St. Gallen: D-Druck Spescha (zugleich Dissertation an der Universität von St. Gallen 2014).

-
- Rügemer, W. (2012). *Rating-Agenturen. Einblicke in die Kapitalmacht der Gegenwart*. Bielefeld: Transcript Verlag.
- Schwarzc, S. L. (2008). Systemic Risk. *Georgetown Law Journal*, Nr. 97, 193-249.
- Serfling, K., Badack, E. & Jeiter, V. (1996). Möglichkeiten und Grenzen des Credit Rating. In H. Büschgen & O. Everling (Hrsg.), *Handbuch Rating* (S. 629 – 655). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Sinclair, T. (2005). *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca: Cornell University Press.
- Sinclair, T. (2011). Im Inneren der Weltfinanzkrise: Eine kritische Analyse zum Problem des Interessenkonflikts. In O. Kessler (Hrsg.), *Die internationale politische Ökonomie der Weltfinanzkrise* (S. 183 – 198). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH.
- Standard & Poor's Global Ratings. (2016). S&P's Global Ratings Definition. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, 393 – 410.
- Tagesschau. (2015). Griechenlands Weg in die Krise. 02. März 2015. <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/griechenland640.html>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.
- Terberger, E., & Wenger, E. (1986). Die Beziehung von Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation. *WiST (Wirtschaftswissenschaftliches Studium)*, Heft 10, 506-513.

The Economist. (2007). Rating Agencies. Measuring the Measurers. 31. Mai 2007.
<http://www.economist.com/node/9267952>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.

Theurl, T., & Schaetzle, D. (2011). Ratingagenturen in der Kritik: Eine Analyse der Reformforderungen und -vorschläge. Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, No. 116.

Varnholt, B. (1995). Systemrisiken auf Finanzmärkten unter besonderer Berücksichtigung der Märkte für Derivate. Schriftenreihe Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschung, Band 201, Stuttgart/Wien. Bern: Verlag Paul Haupt.

Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:DE:PDF>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.

Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr.1060/2009 über Ratingagenturen. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0462&from=DE>. Zugegriffen: 27. Aug. 2017.

White, L. (2010). Markets. The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, Nr. 2, 211 – 226.