

REGEM Analysis 8

**Der Einsatz von Rating-Agenturen zur
Kapitalmarktregulierung in den USA:
Ursachen und Konsequenzen**

Jens Rosenbaum, MA

Abstract

Since the 1930s, rating agencies play an important role in the regulation of the US-capital market.

This paper illuminates the causes of the regulatory use of ratings. It argues that regulation reflects the outcome of specific political interests which differ among time and whose strength are influenced by crises. The use of credit ratings for capital market regulation can be interpreted in four phases: The first one (up to 1931) with no regulation and a belief in free, uncontrolled markets; the second phase in which ratings were seen as an instrument to regain confidence in the capital market after the Great Depression; the third phase (starting 1975) as the result of greater influence of institutional investors and their interest in protection for the investor; the fourth phase (since 2002) in which rating agencies are criticized after they have failed to forecast Enron's bust.

In addition, this paper looks at the consequences of regulation via ratings. Although the use of ratings in the USA may affect the capital market efficiency negatively to some extent and can restrain the scope foreign governmental action, this result is not attributable to the regulatory function. Instead, it is argued that these effects are the logical consequence of a globally interdependent market economy.

Please cite as:

Autor: Rosenbaum, Jens

Titel: Der Einsatz von Rating-Agenturen zur Kapitalmarktregulierung in den USA: Ursachen und Konsequenzen.

REGEM Analysis No. 8, February 2004, Trier University

<http://www.regem.org>

Jens Rosenbaum

**Der Einsatz von Rating-Agenturen zur Kapitalmarktregulierung in den USA:
Ursachen und Konsequenzen**

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	3
1. Nutzen und Kritik von Ratings und Rating-Agenturen.....	4
1.1 Ratings: Eigenschaften und Funktion.....	5
1.2 Ratings: Die Problembereiche Effizienz und Effektivität.....	7
1.3 Fazit.....	9
2. Die Entwicklung des Einsatzes von Ratings zur Kapitalmarktregulierung	9
2.1 Die erste Phase: Keine Regulierung	12
2.2 Die zweite Phase: Der Beginn der Regulierung	13
2.3 Die dritte Phase: Der regulative Boom	15
2.4 Die vierte Phase: Das retardierende Moment	17
2.5 Fazit.....	19
3. Probleme durch den Einsatz von Ratings zur Regulierung	20
3.1 Regulierung: Auswirkungen auf das Marktergebnis	21
3.2 Die Rechenschaftspflicht der Agenturen	23
3.3 Fazit	26
4. Zusammenfassung und Ausblick	26
Bibliografie.....	28
Anhang 1	31

Einleitung

Seit geraumer Zeit sind Rating-Agenturen in aller Munde, doch nur selten sind die dabei gesprochenen Worte positiv. Viele führende deutsche Unternehmen üben heftige Kritik am Verhalten der Agenturen und bezweifeln ihre Bewertungsmethoden, so dass sich die Rating-Agentur Standard & Poor's (S&P) sogar veranlasst sah, ein Krisengespräch mit 15 Großunternehmen zu führen.¹ Zur heftigen Kontroverse führte im November 2003 auch das Vorhaben von S&P, zusätzliche Ratings zu veröffentlichen, welche die Finanzkraft der Landesbanken so bewerten, als gäbe es die Mitte 2005 wegfallenden Staatgarantien bereits jetzt schon nicht mehr. Dadurch drohte den meisten Landesbanken eine erhebliche Herabstufung ihrer Bonität, was zu höheren Refinanzierungskosten geführt hätte. Nach erheblicher Kritik von den Landesbanken, der Bankenaufsicht und von Politikern verzichtete S&P jedoch auf die geplante Veröffentlichung.²

Auch der Deutsche Bundestag beschäftigte sich mit den Rating-Agenturen. Der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages befragte im Rahmen einer Grundsatzbefragung zur Reform des „Finanzplatz Deutschland“ im Juni 2003 Experten über die Rolle der Rating-Agenturen. Die Ergebnisse sind nicht gerade schmeichelhaft. Beispielsweise vertrat der Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Jochen Sanio, die Meinung, die Agenturen seien „[...] die größte unkontrollierte Machtstruktur im Weltfinanzsystem und damit auch im nationalen Finanzsystem.“³ In Ergänzung holte der Ausschuss schriftliche Stellungnahmen von Verbänden im August 2003 ein. Darüber hinaus forderte der finanzpolitische Sprecher der CDU/CSU-Bundestagsfraktion, Michael Meister, eine europäische Rating-Agentur als Konkurrenz zu den US-amerikanischen zu schaffen.⁴

¹ Vgl. o.V.: S&P geht auf die Kritiker zu, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) vom 13.09.2003, Frankfurt S. 19.

² Vgl. Dohmen, C.; Knipper, H.; Köhler, P: Sanio verstärkt Druck auf Ratingagentur, in: Handelsblatt vom 21./22.11.2003, S.25, Düsseldorf; Einecke, Helga: Ratingagentur wartet mit Einzelurteilen, in: Süddeutsche Zeitung vom 25.11.2003, S. 20, München; Salzmann, Bernd: Aufschub für die Landesbanken, in: Frankfurter Rundschau vom 25.11.2003, Frankfurt, S.11.

³ Deutscher Bundestag, 15. Wahlperiode, Finanzausschuss (7. Ausschuss): Protokoll Nr.20 (Wortprotokoll) über die öffentliche Anhörung zu den Anträgen a) der Fraktionen SPD und Bündnis 90/ Die Grünen „Finanzplatz Deutschland weiter fördern“ – Drucksache 15/930-, b) der Fraktion der CDU/CSU „Förderung des Finanzplatzes Deutschland“ – Drucksache 15/748-, c) der Fraktion der FDP „Finanzplatz Frankfurt stärken“ – Drucksache 15/369- am 4. Juni 2003, Berlin, S.29.

⁴ Vgl. Drost, Matthias: Europa soll eigene Ratingagentur gründen, in: Handelsblatt vom 10.09.2003, Düsseldorf S.27.

Bevor die Rating-Agenturen allerdings in Deutschland in die Diskussion gerieten, waren sie bereits Gegenstand intensiver Debatten in den Vereinigten Staaten. Nach dem Zusammenbruch von Enron mussten die Rating-Agenturen vor einem Untersuchungsausschuss des Senats Rede und Antwort stehen, wieso sie dem Großkonzern trotz dessen desolater Finanzsituation lange noch gute Ratings vergeben hatten. In seinem Abschlussbericht übte der Ausschuss vernichtende Kritik an der Arbeitsweise der Agenturen und stellte deren Nutzen sogar grundsätzlich in Frage.⁵

Dies ist insofern erstaunlich, als in den vergangenen Jahrzehnten Rating-Agenturen umfangreich zur Kapitalmarktregulierung eingesetzt wurden. Wie erklärt es sich daher, dass einerseits Rating-Agenturen in der Vergangenheit eine so wichtige Rolle gespielt haben und andererseits heute ihr Einfluss so kritisch gesehen wird? An diese Frage möchte die vorliegende Arbeit anknüpfen und die Entwicklung des Einsatzes von Ratings zur Regulierung darstellen und erklären. Dies geschieht in Kapitel 2, indem die wichtigsten Regulierungsmaßnahmen illustriert und Gründe für ihr Zustandekommen herausgearbeitet werden. Ein Fokus liegt hierbei auf dem Einfluss verschiedener Interessengruppen auf die Zielrichtung der Regulierung mittels Ratings. In Kapitel 3 sollen erste Ansätze zu einer Bewertung der Regulierungsfunktion entwickelt werden. Es ist nicht die Zielsetzung, im Allgemeinen den ökonomischen Nutzen von Ratings bzw. ihren Einfluss auf die Politik zu bewerten. Betrachtet wird lediglich, inwiefern die Regulierung durch Rating-Agenturen als solches den ökonomischen Nutzen bzw. politischen Einfluss von Rating-Agenturen beeinflusst, d.h. es wird analysiert, ob bestimmte Ergebnisse ebenfalls eingetroffen wären, wenn es zwar Rating-Agenturen gäbe, sie jedoch nicht zur Kapitalmarktregulierung verwendet würden. Zunächst wird zum besseren Verständnis ein kurzer Blick auf die Struktur des Ratinggeschäfts geworfen und der ökonomische Nutzen von Ratings erläutert.

1. Nutzen und Kritik von Ratings und Rating-Agenturen

Das folgende Kapitel soll eine kurze Einführung in den ökonomischen Nutzen von Ratings geben und die damit verbundenen Probleme darstellen. Ein Rating wird hierbei definiert als „[...] die durch spezielle Symbole ausgedrückte Meinung einer auf Bonitätsanalysen spezialisierten Agentur bezüglich der Fähigkeit und rechtlichen

⁵ Vgl. Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs (“Staff-Report”): Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs, Washington 2002.

Bindung eines Emittenten, die mit einem bestimmten Schuldtitel verbundenen Zins- und Tilgungsverpflichtungen vollständig und rechtzeitig zu erfüllen.“⁶

1.1 Ratings: Eigenschaften und Funktion

Der Markt für Ratings wird von den drei amerikanischen Rating-Agenturen Moody's, Standard & Poor's (S&P) und Fitch Ratings dominiert: Sie besitzen zusammen einen weltweiten Marktanteil von 94 Prozent, wovon jeweils rund 40 Prozent – dies entspricht einem Jahresumsatz von rund einer Milliarde Dollar - auf Moody's und S&P entfallen.⁷ Ihre Ratings bewerten anhand einer Skala⁸ Schuldtitel (z.B. Anleihen) von privaten und staatlichen Kapitalnehmern. Dabei gilt: Je besser das Rating, desto geringer das Risiko der Zahlungsunfähigkeit des Emittenten (Kapitalnehmer)⁹ und desto geringer die Risikoprämie, die der Emittent den Kapitalgebern (z.B. Investoren, die Anleihen kaufen) zahlen muss.¹⁰ Juristisch gesehen zählen Ratings zur verfassungsrechtlich geschützten Meinungsfreiheit in den USA; folglich können aus möglicherweise falschen oder unliebsamen Ratings keine Regressverpflichtungen und andere legale Sanktionen abgeleitet werden.¹¹

Es ist zu beachten, dass in der Regel das Rating eines Unternehmens nicht besser sein kann als dasjenige des Staates, in dem die Firma angesiedelt ist („sovereign ceiling“).¹² Ratings werden meistens von einem Unternehmen beantragt und bezahlt, welches eine Anleihe plant; mitunter kommt es auch zu nicht beantragten Ratings („unsolicited ratings“).¹³ Zur Festsetzung der Ratingstufe bedienen sich die Agentu-

⁶ Heinke, Volker: Der Signal- und Zertifizierungswert von Credit Ratings am Euromarkt, S. 314, in: Die Betriebswirtschaft, 60. Jahrgang, Heft 3/ 2000, Bochum u.a, S. 314-335.

⁷ Jakobs, Georg/ Papendick, Ulric: Apostel ohne Moral, in: Manager Magazin, Heft 4/ 2003, Hamburg, S.102-108.

⁸ Vgl. Anhang 1

⁹ Vgl. Bank for International Settlements (BIS), „Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information“, S.126ff, in: Basel Committee on Banking Supervision Working Papers No. 3, Basel 2000. In den dort aufgeführten empirischen Studien wird eine klare negative Korrelation zwischen Ratingstufe und Ausfallrisiko festgestellt. Untersucht wurde die Wahrscheinlichkeit des „default“ von mehreren Tausend durch Moody's (Zeitraum: 1983-1998) und S&P (1981-1998) gerateten Anleihen nach einem und nach fünf Jahren in Abhängigkeit der Ratingstufe.

¹⁰ Vgl. Heinke, Volker, a.a.O., S.315 u. S.323ff. In empirischen Untersuchungen bestätigt Heinke die obige Annahme. So beträgt bei den von ihm untersuchten Anleihen der Bonitätszuschlag für „Aaa“ geratete Anleihen nur durchschnittlich 7,8 Basispunkte, während er z.B. in der „Baa3“ Kategorie 130,6 Basispunkte und in der Kategorie „B2“ sogar 443,56 Basispunkte ausmacht.

¹¹ Vgl. „Staff-Report“, a.a.O., S.105.

¹² Vgl. Beers, David/ Cavenaugh, Marie/ Ogawa, Takahira: Sovereign Credit Ratings: A Primer, in: Standard & Poor's: RatingsDirect, London u.a., 03.04.2002, S.1.

¹³ Vgl. White, Lawrence: The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis, New York 2001, S.13-16. Speziell zur Problematik der unsolicited ratings vgl. Smith, Roy/ Walter, Ingo: Rating Agencies: Is There an Agency Issue?, New York 2001, S.36-39.

ren quantitativer und qualitativer Faktoren.¹⁴ Allgemein formuliert liegt der Nutzen von Ratings in einer verbesserten Kapitalallokation, denn „[...] credit rating agencies perform a valuable function by producing and assembling information which many investors in less transparent markets would find prohibitive to develop on their own.“¹⁵

Auf der Grundlage der Agency-Theorie (auch Prinzipal-Agent-Theorie genannt) sollen im folgenden Abschnitt einige Probleme analysiert werden, die sich auf die Effizienz und Effektivität von Ratings beziehen. Die Prinzipal-Agenten-Theorie modelliert die in einer arbeitsteiligen Wirtschaft ständig auftretende Beziehung zwischen einem Auftraggeber (Prinzipal) und einem Beauftragten (Agent), welcher bei der Ausführung seiner Tätigkeit über einen gewissen Entscheidungsspielraum verfügt und das Wohlergehen des Prinzipals beeinflusst.¹⁶ Dabei kann die Auswahl des Vertragspartners sowohl vom Prinzipal als auch vom Agenten ausgehen.¹⁷ Hauptcharakteristikum der Prinzipal-Agenten-Theorie ist das Vorhandensein von Informationsasymmetrie zwischen Prinzipal und Agent. Der Agent verfügt über einen Informationsvorsprung gegenüber dem Prinzipal, denn er kann „[...] seine Fähigkeiten, seine Anstrengung, seine Kenntnisse, seine Absichten und Motive besser beurteilen als der Prinzipal.“¹⁸ Der „Entscheidungsspielraum“ des Agenten kann zum Problem werden, weil die Theorie sowohl Prinzipal als auch Agenten im Sinne des Homo Oeconomicus als rationale Nutzenmaximierer betrachtet und dadurch unterstellt, „[...] dass der Agent typischerweise nicht bestmöglich das Interesse des Prinzipals verfolgt.“¹⁹

Das Zusammentreffen von Rating-Agentur, Kapitalnehmer und Kapitalgeber lässt sich als zweistufige Prinzipal-Agent-Beziehung interpretieren: „Die Ratingagentur wird zum Agent des Kapitalgebers als Principal, der von dieser eine Minderung der Schädigungsmöglichkeiten des Kapitalnehmers erhofft. Die Ratingagentur wird ihrerseits zum Principal des Kapitalnehmers, da sie von ihm vollständige und richtige Informationen erhalten will, um ihrer Funktion als Informationsversorger ihres Prinzi-

¹⁴ Vgl. dazu und zum Ablauf des Ratingverfahrens Gras, Isabelle: The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten, REGEM Analysis No.6, May 2003, Trier University, S.8f.

¹⁵ Smith, Roy/ Walter, Ingo, a.a.O., S.5.

¹⁶ Vgl. Richter, Rudolf; Furubotn, Erik G.: Neue Institutionenökonomik, Tübingen 1999, S.163.

¹⁷ Vgl. Göbel, Elisabeth : Neue Institutionenökonomik, Stuttgart 2002, S. 101.

¹⁸ Göbel, Elisabeth , a.a.O., S. 100.

¹⁹ Richter, Rudolf; Furubotn, Erik G., a.a.O., S.163.

pals gerecht zu werden.“²⁰

1.2 Ratings: Die Problembereiche Effizienz und Effektivität

Das *Verhältnis zwischen dem Prinzipal Rating-Agentur und dem Agenten Kapitalnehmer* ist anfällig für verschiedene Probleme, welche die Effizienz und die Effektivität von Ratings beschädigen können.

Da der Kapitalnehmer ein großes Interesse an einem guten Rating besitzt, besteht ein Anreiz, dem Prinzipal falsche oder geschönte Informationen zu übermitteln bzw. in anderer Weise die Analysten zu manipulieren.²¹ Das dies in der Realität vorzufinden ist, macht die in Kapitel 2.4 näher beschriebene Insolvenz von Enron deutlich. Ebenso wird argumentiert, dass die Qualität der Ratings durch die Abhängigkeit der Agenturen von den Kapitalnehmern geschwächt wird, weil die Emittenten, und nicht etwa die Kapitalgeber, für das Rating bezahlen. Dadurch besteht die Gefahr des „Rating-Shoppings“: Kapitalnehmer suchen sich die Rating-Agentur aus, von der sie sich ein für sie besseres Rating versprechen; als Folge könnten die Agenturen einen Anreiz haben, die Bonitätsrisiken herunterzuspielen, um den Rating-Auftrag zu bekommen.²² Smith und Walter argumentieren, dass unterschiedliche Verhalten von S&P und Moody's Anfang 2000 bei der Bewertung der künftigen mexikanischen Bonität sei darauf zurückzuführen. Während S&P die Bonität als nicht „investment grade“ einstufte, stellte Moody's ein upgrade in Aussicht, was die mexikanische Regierung äußerst begrüßte. Bei den kurz darauf folgenden Emissionen zahlreicher mexikanischer Anleihen konnte Moody's den Rating-Auftrag gewinnen.²³

Allerdings lassen sich auch aktuelle Beispiele aufführen, die zu anderen Schlussfolgerungen führen. Das Verhalten von S&P gegenüber der Münchener Rück deutet auf das Gegenteil von ängstlicher Rücksichtnahme auf den Kapitalnehmer hin: Die Herabstufung des weltweit größten Rückversicherers sorgte für große Verärgerung in Wirtschaftskreisen und setzt damit eine Reihe von Konflikten zwischen deutschen

²⁰ Heinke, Volker, a.a.O, S. 319.

²¹ Vgl. Heinke, Volker a.a.O., S.319.

²² Vgl. Smith, Roy/ Walter, Ingo a.o.O. S.22f. Die Autoren verweisen ebenfalls auf ein mögliches Gegenargument, nämlich dasjenige einer klaren Korrelation der Ratings der verschiedenen Agenturen.

²³ Vgl. Smith, Roy/ Walter, Ingo a.a.O., S.40f.

Unternehmen und den Rating-Agenturen fort.²⁴ Die von S&P geforderte Kapitalerhöhung bis Ende 2004 dreht sogar das vermeintliche Abhängigkeitsverhältnis um, denn S&P hat angekündigt, andernfalls die Münchener Rück auf BBB herabzustufen. Auch wenn die offizielle Konzernsprache zuerst negierte, dass sich ihre Geschäftspolitik von S&P beeinflussen lässt, stockte die Münchener Rück zur Abwehr einer weiteren Herabstufung ihr Kapital wenige Wochen später auf.²⁵

Konflikte entstehen auch im *Verhältnis zwischen dem Prinzipal Kapitalgeber und dem Agenten Rating-Agentur*. Als gewinnmaximierendes Unternehmen hat die Rating-Agentur als Agent einen Anreiz, ihren Ressourceneinsatz für das Rating möglichst gering zu halten, worunter Qualität und Aktualität leiden können.²⁶ Gegen diese Annahme spricht die Bedeutung der Reputation für die Rating-Agenturen: Sollten Ratings einer Agentur von den Marktteilnehmern als unzuverlässig und unglaubwürdig bewertet werden, verlieren sie ihren ökonomischen Nutzen als Informationslieferant der Kreditwürdigkeit und würden in Zukunft nicht mehr nachgefragt.²⁷

Allerdings lässt sich ebenfalls einwenden, dass für Rating-Agenturen nur die Performance im Vergleich zur Konkurrenz zählt und daher ein Anreiz besteht, sich dem Urteil anderer Agenturen anzuschließen, da „[...] eine Ratingagentur weniger Neukunden bei korrektem Rating und einem Irrtum aller anderen Agenturen [gewinnt] als sie bei inkorrektem Rating verlieren würde, wenn dann alle anderen Agenturen richtig liegen.“²⁸

²⁴ Vgl. Burgmeier, Stefanie: Faust in der Tasche, in: Wirtschaftswoche Nr. 37 (04.09.2003), Düsseldorf, S.68-69 und o.V.: Herabstufung verstärkt Rating-Ärger, in: FAZ vom 29.08.2003, Frankfurt, S.19.

²⁵ Vgl. o.V.: Gelbe Karte, in: FAZ vom 29.08.2003, Frankfurt, S.11. Interessanterweise hat der designierte Vorstandschef gegenüber dem Handelsblatt erklärt, dass das Unternehmen wegen S&P die Kapitalmaßnahmen vorziehen werde (Vgl. Lansch, Rita: Münchener Rück füllt die Reserven auf, in: Handelsblatt vom 10.09.2003, Düsseldorf S. 25). Wenige Tage später dementierte ein Sprecher der Münchener Rück allerdings, dass eine Entscheidung bereits gefallen sei (Vgl. o.V.: Spekulationen um Münchener Rück, in: Handelsblatt (Online-Ausgabe) vom 12.09.2003, Adresse siehe Literaturverzeichnis). Darüber hinaus hat Moody's zwar nicht das Rating gesenkt, aber die Agentur behält ihren negativen Ausblick bei und erwartet von der Münchener Rück, binnen 18 Monaten ihre Kapitalausstattung deutlich zu verbessern. (Vgl. o.V.: Moody's bestätigt Rück-Rating, in: FAZ vom 03.09.2003, Frankfurt, S.21). Am 17. Oktober schließlich gab die Münchener Rück bekannt, durch die Emmission von Aktien ihr Kapital um 3,8 Milliarden Euro zu erhöhen. (Vgl. o.V.: Münchener Rück holt sich frisches Kapital, in: Spiegel-Online vom 17.10.2003).

²⁶ Vgl. Heinke, Volker, a.a.O., S.320. Siehe dazu auch die Ausführungen über Enron in Kapitel 2.4.

²⁷ Vgl. Partnoy, Frank: The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumps Down for the Credit Rating Agencies, in: Washington University Law Quarterly, Vol. 77, No. 3, S. 619-714, Washington 1999, S. 629ff.

²⁸ Heinke, Volker a.a.O., S.322.

Eine spezielle Kritik an Rating-Agenturen ist die Feststellung, dass ihre Ratings prozyklisch konzipiert sind und dadurch Boomphasen und Krisen verstärken, was beispielsweise an der Asienkrise demonstriert werden kann.²⁹

1.3 Fazit

Dieses Kapitel hat in knapper Form einige Merkmale der heutigen (oligopolistischen) Rating-Industrie aufgezeigt und Ratings als Instrument der verbesserten Kapitalallokation beschrieben. Ebenso wurde deutlich, dass eine klare Bewertung der Effektivität von Ratings pauschal nicht möglich ist. Bisher ausgeklammert wurden Fragen der politischen und ökonomischen Rechenschaftspflicht der Rating-Agenturen. Bevor auch dies geschieht, muss zuerst die politische Dimension von Ratings genauer erläutert werden, womit sich das folgende Kapitel beschäftigt.

2. Die Entwicklung des Einsatzes von Ratings zur Kapitalmarktregulierung

Neben der Funktion als Instrument der verbesserten Kapitalallokation wird den Ratings ebenfalls eine andere, für die Finanzmärkte wichtige Aufgabe zugeschrieben: Sie werden zu Regulierungszwecken eingesetzt.

So ergab eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), dass von den zwölf Mitgliedsländern des Baseler Ausschusses zwar alle außer Deutschland Ratings zur Regulierung verwenden, jedoch im stark unterschiedlichen Umfang; bei fünf weiteren untersuchten Staaten (Argentinien, Australien, Chile, Mexiko, Neuseeland) und in Hong Kong werden mit Ausnahme Mexikos ebenfalls Ratings zu diesem Zweck benutzt.³⁰ In keinem dieser Länder spielen allerdings Ratings bei der Kapitalmarktregulierung eine so große Rolle wie in den Vereinigten Staaten.

²⁹ Vgl. Ferri, G /Liu, L/ Stiglitz, J: The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis, in: Economic Notes, Vol. 28, no.3, Oxford 1999, S.335-355.

³⁰ BIS, a.a.O., S.42ff. Die Mitglieder des Baseler Ausschusses sind: Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, Niederlande, Schweden, Schweiz, USA. Näher zu prüfen wäre allerdings, ob Ratings in Deutschland nicht doch auf „indirektem Weg“ zur Regulierung eingesetzt werden. So fasst die FAZ die Einschätzung eines Fondsmanagers dazu folgendermaßen zusammen: „Im Versicherungsanlagengesetz heiße es, nur Anlagen in ‚fundierte‘ Anleihen seien für Fonds zulässig, die für einen Rentendeckungsstock verwendet werden. In der Praxis werde diese unscharfe Formulierung von den Aufsichtsbehörden so verwendet, daß nur Anleihen mit einem bestimmten Mindestrating, häufig ‚BBB-‘, als zulässig anerkannt werden. (o.V.: Herabstufung verstärkt Rating-rger, in: FAZ vom 29.08.03, Frankfurt S.19)

In diesem Kapitel wird beschrieben, wie sich der Einsatz von Ratings zur Kapitalmarktregulierung in den USA entwickelt hat und welche Faktoren dafür verantwortlich sind. Es wird argumentiert, dass dieser Prozess nicht gleichförmig verlief, sondern in vier Phasen unterteilt werden kann:

- In der **ersten Phase** wurden Rating-Agenturen überhaupt nicht als Instrument der Kapitalmarktregulierung eingesetzt. Der sich seit dem 19. Jahrhundert herausbildende US-Kapitalmarkt ist generell wenig reguliert.
- Dies änderte sich 1931, dem Beginn der **zweiten Phase**, als Banken verpflichtet wurden, bei der Bilanzierung auf Ratings zurückzugreifen.
- Die **dritte Phase** wurde 1975 eingeläutet. Die dann eingeführte Vorschrift, dass nur Ratings von „Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations“ (NRSRO) zu Regulierungszwecken anerkannt werden, hatte erhebliche Einfluss auf die weitere Entwicklung.
- Als Folge des Enron-Skandals wurde 2002 der „Sarbanes-Oxley Act“ verabschiedet. Die darin geforderte Untersuchung der Rating-Agenturen markiert eine neue, **vierte Phase**, in welcher der bisherige Umfang der Regulierung durch Ratings offen von der Politik in Frage gestellt wird.

Die Regulierung manifestierte sich in den letzten 72 Jahren in einer Vielzahl von Gesetzen bzw. Bestimmungen mehrerer Regulierungsinstanzen, so dass zur Zeit „[...] at least eight federal statues and 47 federal regulations, along with over 100 state laws and regulations, reference NRSRO ratings as a benchmark.“³¹ Außerdem wird zunehmend auf Ratings in privatrechtlichen Verträgen zurückgegriffen.³² Zur besseren Orientierung werden in *Übersicht 1* die in der Literatur häufig genannten Regulierungen auf Bundesebene vorab dargestellt; sie dienen als Grundlage für die Analyse in diesem Kapitel.

³¹ „Staff-Report“, a.a.O. S.102.

³² Vgl. Securities and Exchange Commission(SEC): Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Securities Markets, January 2003, S. 29.

Übersicht 1: Ratings als Instrument zur Kapitalmarktregulierung in den USA (Auswahl)			
Phase	Jahr der Maßnahme	Ratingspezifische Maßnahme	Regulierung/ Regulierungsinstanz
I	Kein Einsatz von Rating-Agenturen zur Regulierung		
II	1931	Verpflichtung der Banken, schlechter als BBB geratete Anleihen in der Bilanz teilweise abzuschreiben	Office of the Comptroller of the Currency (OCC) und Vorschriften der Federal Reserve
	1936	Banken wurde verboten, "spekulative" Wertpapiere zu erwerben	OCC, FDIC und Federal Reserve
	1951	Höhere Kapitalrückstellungen für Anlagen von Versicherungen, die nicht als „investment grade“ bewertet sind	National Association of Insurance Commissioners (NAIC)
III	1975	Bei der Berechnung der gesetzlich vorgeschriebenen Kapitalrückstellungen dürfen Börsenmakler Anlagen, die nicht „investment grade“ sind, nur teilweise einbringen. Das Rating muss dabei von einer NRSRO erfolgen.	Einführung der Rule 15c3-1 (net capital rule) auf der Grundlage des Securities and Exchange Acts durch die SEC
	1982	Vereinfachte Offenlegungspflicht für Emissionen von „investment grade“-Anleihen	SEC (Integrated Disclosure System, Release #6383)
	1984	Vereinfachte Emission von mindestens „AA“ gerateten hypothekarisch abgesicherten Wertpapieren („mortgage-backed securities“ [MBS])	Secondary Mortgage Market Enhancement Act
	1987	Akzeptanz von MBS als Kreditsicherheit	Federal Reserve Regulation T
	1989	Pensionsfonds dürfen nur in mindestens „A“ geratete Vermögenswerte investieren	Bestimmungen des US-Arbeitsministeriums
	1989	„Savings and Loan Associations“ dürfen nur „investment grade“ Anleihen erwerben	Financial Institutions Recovery and Reform Act
	1991	Offene Geldmarktfonds dürfen nur begrenzt in „spekulative“ Anleihen investieren	SEC ergänzt die Rule 2a-7 des Investment Company Act
	1992	Befreiung von Emittenten bestimmter durch Vermögenswerte gesicherter und „BBB“ gerateter Wertpapiere von der Registrierung als offener Fonds	Einführung der Rule 3a-7 durch die SEC auf Grundlage des Investment Company Act
	1994	Imposes varying capital charges on banks and „Savings and Loans“ holdings of different tranches of asset-backed securities	Federal Reserve, OCC, FDIC...
	1998	Verkehrministerium darf Kredithilfen nur an „investment grade“ Projekte geben	Transport Infrastructure Finance and Innovation Act
1999	Bei der Schaffung von Tochtergesellschaften müssen Banken auf Ratings zurückgreifen	Gramm-Leach-Bliley Act	
IV	2002	Umfassende Überprüfung der Rolle und Funktion der Rating-Agenturen	Section 702(b) des Sarbanes-Oxley Act
Quelle: Rosenbaum (2004) in Anlehnung an Cantor/ Packer (1995, S.16) und BIS (2000, S.54) in deutscher Übersetzung mit Ergänzungen (Phaseneinteilung, Sarbanes-Oxley Act) und sprachlichen Änderungen.			

2.1 Die erste Phase: Keine Regulierung

Schon früh entwickelte sich in den Vereinigten Staaten ein ausdifferenzierter Kapitalmarkt, doch erst vergleichsweise spät entstanden Rating-Agenturen. Als 1909 John Moody die weltweit erste Rating-Agentur in den USA gründete, gab es dort bereits seit mehr als einhundert Jahren ein modernes Bankensystem sowie Märkte für Anleihen und Aktien.³³ Allerdings existierten die „Vorläufer“ von Rating-Agenturen, die „credit reporting agencies“, schon seit etwa 1830.³⁴

Im Gegensatz zu Rating-Agenturen bewerten diese nicht die Ausfallwahrscheinlichkeit der Wertpapiere von Emittenten, sondern verbreiten gegen Entgelt Informationen über die Zahlungsmoral und Kreditwürdigkeit von Geschäftsleuten. Die Entstehung der „credit reporting agencies“ ist eng verknüpft mit den „[...] peculiar needs of American society, where creditors needed a means to obtain information on individuals whose business experiences frequently were dispersed over a wide territory.“³⁵ Einen Schub erfuhr die Nachfrage nach Informationen über die Kreditwürdigkeit von Unternehmen nach der Wirtschaftskrise von 1837: Zwar versagten die Agenturen, die Krise zu antizipieren, aber die Erfahrung, dass Kredite uneinbringlich werden konnten, steigerte das Bedürfnis der Gläubiger nach detaillierteren Auskünften über die Schuldner.³⁶

In diesem Umfeld profitierte John Moody 1909 von seiner Idee, die umfangreichen Bonitätsanalysen durch Einführung eines einfachen Rating-Symbols – nämlich Buchstaben – verständlicher und vergleichbarer zu machen.³⁷ Bevor es Ratings gab, hatten die Investmentbanken mit ihrer Reputation für die Solidität der durch sie vertriebenen Unternehmensanleihen eingestanden. Dies war möglich, weil die Banken genaue Kenntnisse über die Finanzlage der betreffenden Unternehmen hatten; die Unzufriedenheit vieler Investoren über diese Insiderinformationen der Banken unterstütze die Entwicklung des Ratinggeschäfts.³⁸

Im 19. und 20. Jahrhundert wurden die Rating-Agenturen und ihre Vorläufer folglich

³³ Vgl. Sylla, Richard, A Historical Primer on the Business of Credit Ratings, New York 2001, S.3f.

³⁴ Vgl. Olegario, Rowena: Credit-Reporting Agencies: Their Historical Roots, Current Status, and Role in Market Development, Michigan S.6.

³⁵ Olegario, Rowena, a.a.O., S.11.

³⁶ Vgl. Partnoy, Frank, a.a.O., S.636.

³⁷ Vgl. Partnoy, Frank, a.a.O., S.638.

³⁸ Vgl. Sylla, Richard, a.a.O., S.10.

als rein private Akteure angesehen, welche durch ihr Geschäft die Markttransparenz erhöhten. Eine Staatliche Regulierung der Wirtschaft war nur schwach ausgeprägt; stattdessen dominierte der Gedanke des freien Wettbewerbs.³⁹ Das Platzen der Spekulationsblase an der New Yorker Börse 1929 und die daraus folgenden Weltwirtschaftskrise leitete dann allerdings eine Phase der Regulierung des amerikanischen Kapitalmarktes ein.⁴⁰

2.2 Die zweite Phase: Der Beginn der Regulierung

Angestoßen wurde die Regulierung 1930, als „[...] die Demokratische Partei, die sich für mehr staatliche Interventionen in die Wirtschaft aussprach, erstmals seit neunzehn Jahren wieder die Mehrheit im Repräsentantenhaus [erhält][...].“⁴¹ Durch den Börsencrash verloren Investoren und Unternehmen das Vertrauen in den US-Kapitalmarkt und die Wall Street wurde „[...] public enemy number one“⁴². Die feindliche Stimmung gegenüber den Lobbyisten der Finanzbranche machte es überdies erst möglich, tiefgreifende Eingriffe in das Wirtschaftssystem gegen den massiven Widerstand dieser Interessengruppen durchzusetzen.⁴³

Für die Rating-Agenturen stellte die Weltwirtschaftskrise eine Parallele zur Rezession von 1837 dar. Einerseits war die Performance ihrer Ratings während der Krise schlecht. Von 264 Bonds, deren Emittenten während der „Great Depression“ in Zahlungsverzug gerieten, waren 78 Prozent dieser Anleihen 1929 mit mindestens „Aa“ bewertet worden.⁴⁴ Andererseits stieg gerade wegen der hohen Ausfälle die Nachfrage der Investoren nach mehr Informationen über Kreditrisiken und damit nach Ratings.⁴⁵ Vor diesem Hintergrund wurden 1931 erstmals Ratings zur Regulierung verwendet. Die amerikanische Bankenaufsicht OCC (Office of the Comptroller of the Currency) schrieb nämlich vor, dass Banken solche von ihnen gehaltene Anleihen, die schlechter als „BBB“ bewerten wurden, in der Bilanz teilweise abschreiben müssen.⁴⁶

³⁹ Vgl. Kleinsteuber, Hans: Die staatliche Regulierung, S.536ff, in: Adams, Willi Paul/ Lösche, Peter (Hrsg.): Länderbericht USA, Bonn 1998, S.536-540.

⁴⁰ Vgl. Lütz, Susanne: Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA, Frankfurt/ New York 2003, S.62ff.

⁴¹ Lütz, Susanne, a.a.O., S.62f.

⁴² The Economist 06.06.02 S.2

⁴³ Vgl. Lütz, Susanne, a.a.O., S.63.

⁴⁴ Vgl. Sylla, Richard, a.a.O., S.20.

⁴⁵ Vgl. Partnoy, Frank, a.a.O., S.640.

⁴⁶ Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank: The Credit Rating Industry, in: The Journal of Fixed Income, Vol. 5, No. 3, S.10-34, o.O. 1995, S.17.

Diese Vorschrift wurde 1936 sogar dahingehend verschärft, dass es Banken verboten wurde, „spekulative“ Wertpapiere zu erwerben.⁴⁷ Die Auswirkungen auf die Finanzmärkte waren beträchtlich, denn 891 der insgesamt 1975 an der New Yorker Börse gelisteten Anleihen hatten zu diesem Zeitpunkt ein Rating, welches schlechter als das erforderliche Minimum von „BBB“ war.⁴⁸ Als Folge verschwand ein Großteil des Marktes mit schlechter gerateten Bonds und die Wertspanne zwischen „BBB“ und „BB“ bewerteten Anleihen vergrößerte sich.⁴⁹ Darüber hinaus schuf die Bestimmung den Emittenten einen Anreiz, ihre Wertpapiere bereits vor der Emission bewerten zu lassen, und nicht - wie bis dato üblich - erst hinterher; ebenso wurden die Emittenten dazu veranlasst, „[...] to look to rating agencies as sources of authority concerning their bond issues, regardless of what information the rating agencies actually gathered. Not surprisingly, ratings became much more common during the following years.“⁵⁰

Mit dem „Securities Exchange Act“ von 1934 und dem „Investment Company Act“ von 1940 wurden Gesetze geschaffen, auf die sich –wie noch gezeigt wird - spätere Regulierungsvorschriften stützen konnten. Die letzte ratingspezifische Regulierung in der zweiten Phase bildete die Vorschrift der National Association of Insurance Commissioners (NAIC), höhere Kapitalrückstellungen für Anlagen von Versicherungen zu verlangen, die nicht als „investment grade“ bewertet wurden.⁵¹

Wegen des hohen wirtschaftlichen Wachstums nach dem Zweiten Weltkrieg und der daraus resultierenden gesunden Finanzsituation der Unternehmen ging der relative Anteil von Unternehmensanleihen zurück; Unternehmen griffen auf interne Mittel der Finanzierung zurück oder liehen sich Geld bei Banken.⁵² Für die Rating-Agenturen bedeutete das eine Periode der Stagnation. Ab den 70er Jahren sollte sich dies allerdings grundlegend ändern, denn nun begann eine Phase, in der sich der Gebrauch von Ratings stark ausdehnte.

⁴⁷ Vgl. Hoffmann, Peter: Bonitätsbeurteilung durch credit rating: Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten eines Instruments zur Optimierung von Investitions- und Finanzierungsprozessen, Berlin 1991, S.29.

⁴⁸ Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank, a.a.O., S.17.

⁴⁹ Vgl. Partnoy, Frank, a.a.O., S.689. Partnoy argumentiert weiter, dass dadurch die „spekulativen“ Wertpapiere stark unterbewertet sind.

⁵⁰ Partnoy, Frank, a.a.O., S.689.

⁵¹ Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank, a.a.O., S.17.

⁵² Vgl. Sylla, Richard, a.a.O., S.17.

2.3 Die dritte Phase: Der regulative Boom

Wegen der verstärkten Internationalisierung der Finanzmärkte und der erhöhten Kapitalmobilität gewannen institutionelle Investoren (d.h. insbesondere Pensions- und Investmentfonds) zunehmend an ökonomischer und politischer Bedeutung.⁵³ Dadurch entstand eine „[...] immer potentere Lobbygruppe, die Wert auf ein möglichst transparentes Marktgeschehen legte und Belange des Anlegerschutzes gegenüber den Regulierungsakteuren immer stärker artikulierte.“⁵⁴ Folglich konnten auch Rating-Agenturen von dieser Entwicklung profitieren, denn Ratings liefern eine bessere Transparenz und kommen damit den Interessen der Anleger entgegen.

Die Zahlungsschwierigkeiten der „Penn Central Railroad“ im Jahr 1970 und die daraus resultierenden erheblichen finanziellen Verluste für die Investoren begünstigten ebenfalls den Stellenwert von Ratings, denn die Anleihen dieses Unternehmens waren – wie viele andere zu dieser Zeit – von keiner Agentur geratet. Als Konsequenz daraus führte die SEC 1975 neue Regulierungsvorschriften ein, die intensiv auf Ratings zurückgriffen, um das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen.⁵⁵

Kernstück dieser Regulierung war die Einführung der Rule 15c3-1 („net capital rule“) auf der Grundlage des Securities and Exchange Act. Diese Regelung sieht vor, dass Börsenmakler bei der Berechnung ihres Nettokapitals einen bestimmten prozentualen Anteil davon („haircuts“) zur Absicherung von Marktfluktuationen abziehen müssen.⁵⁶ Die „haircuts“ der „investment grade“ gerateten Vermögenswerte sind dabei geringer als diejenigen von schlechter oder gar nicht gerateten.⁵⁷ Das Entscheidende bei der „net capital rule“ ist allerdings, dass die Ratings durch eine NRSRO erfolgen mussten. Der Begriff NRSRO wurde von der SEC neu eingeführt, ohne ihn genauer zu definieren oder festzulegen, wie eine Rating-Agentur diesen Status erreichen kann; ebenso wurden keine Mechanismen benannt, wie man die NRSROs später kontrollieren kann.⁵⁸ Hervorzuheben ist, dass die SEC die damals bundesweit operierenden Rating-Agenturen Fitch, Moody’s und Standard and Poor’s automatisch anerkannte, d.h. „[...] the SEC staff grandfathered the then existing rating agencies into

⁵³ Vgl. Lütz, Susanne, a.a.O. S. 207.

⁵⁴ Lütz, Susanne, a.a.O., S.208.

⁵⁵ Vgl. „Staff-Report“, a.a.O., S.101.

⁵⁶ Vgl. SEC, a.a.O., S.6.

⁵⁷ Vgl. „Staff-Report“, a.a.O., S.101.

⁵⁸ Vgl. Rhodes, Amy Katharine: The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?, Harvard 1995, S.27.

the designation without a systematic review of any predetermined criteria.”⁵⁹

In den folgenden Jahren wurden Ratings von NRSROs immer bedeutsamer. So wurden 1982 die Offenlegungspflichten für Neuemissionen vereinfacht, wenn diese von einer NRSRO mit mindestens „BBB“ bewertet wurden.⁶⁰ Zur Förderung hypothekarisch abgesicherter Wertpapiere verabschiedete der Kongress 1984 auf der Basis des Securities Exchange Acts den „Secondary Mortgage Market Enhancement Act“ (SMMEA), in dem „[...] `mortgage related securites' als solche definiert werden, die erstens über ein Rating in den obersten beiden Kategorien [„AA“ oder „AAA“] mindestens einer NRSRO verfügen und zweitens das Eigentum an oder die Besicherung durch notes [Schuldverschreibungen] beinhalten, die durch Grundbesitz gedeckt sind.“⁶¹ In Ergänzung dazu benutzte die Federal Reserve drei Jahre später Ratings bei der Auswahl von hypothekarisch abgesicherten Schuldverschreibungen als Sicherheiten bei der Kreditvergabe.⁶²

Einen starken Einfluss hat die Regulierung durch Ratings auf die Zulässigkeit von langfristigen Geldanlagen. Beispielweise verfügte das amerikanische Arbeitsministerium 1989, dass Pensionsfonds nur in Asset Backed Securites⁶³ investieren dürfen, die mindestens mit „A“ geratet sind.⁶⁴ Im selben Jahr wurde den „Savings and Loan Associations“ – einer Art Sparkasse⁶⁵ - vorgeschrieben, Anleihen nur zu erwerben, „[...] wenn sie in eine der obersten vier Ratingkategorien mindestens einer Ratingagentur eingestuft werden [...]“⁶⁶ Reguliert wurden 1991 durch eine Ergänzung (Rule 2a-7) des „Investment Company Acts“ ebenfalls kurzfristige Anlagen, denn offene Geldmarktfonds durften nur sehr begrenzt in spekulative Anleihen investieren.⁶⁷ Auch in weiteren, sehr speziellen Vorschriften in den Jahren 1992, 1994 und 1999 wurde auf Ratings zur Kapitalmarktregulierung zurückgegriffen (siehe dazu *Übersicht 1*).

⁵⁹ Rhodes, Amy Katharine, a.a.O., S.26-27.

⁶⁰ Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank, a.a.O., S.17.

⁶¹ Everling, Oliver: Credit Rating durch internationale Agenturen. Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Rating, Wiesbaden 1991, S.206.

⁶² Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank, a.a.O., S.18.

⁶³ Zur Erläuterung dieses Finanzinstruments vgl. o.V.: ABS- Aus Bankkrediten werden handelbare Wertpapiere, in: FAZ vom 24.04.2003, Frankfurt, S.23.

⁶⁴ Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank, a.a.O., S.18.

⁶⁵ Vgl. Rappen, Hermann: Die Verfassung der Geld- und Kapitalmärkte, S.565, in: Adams, Willi Paul/ Lösche, Peter (Hrsg.): Länderbericht USA, Bonn 1998, S.560-577.

⁶⁶ Everling, Oliver, a.a.O., S. 209.

⁶⁷ Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank, a.a.O. S.18.

Mit dem „Transport Infrastructure Finance and Innovation Act“ von 1998 mussten sogar einzelne Projekte als „investment grade“ gerettet werden, um finanzielle Unterstützung durch das Transportministerium zu erhalten.⁶⁸

Seit 1975 wurden Ratings demzufolge in vielen Bereichen mit stark steigender Tendenz zu Regulierungszwecken eingesetzt. Die größte Firmeninsolvenz in der Geschichte der USA, bei der Tausende ihren Arbeitsplatz und ihre Pensionen verloren⁶⁹, stoppte allerdings diese für die Rating-Agenturen sehr positive Boomphase.

2.4 Die vierte Phase: Das retardierende Moment

Der Zusammenbruch von Enron, dem ehemaligen Vorzeigekonzern und siebtgrößten amerikanischen Unternehmen, das ursprünglich in der Energiebranche tätig war aber nach und nach seine Geschäftsfelder ausgeweitet hatte und dadurch eher zu einem „[...] hedge fund with a gas pipeline on the side [...]“⁷⁰ geworden war, stürzte im November 2001 den US-Kapitalmarkt in eine schwere Krise. Auslöser war das Eingeständnis von Enron, seine Gewinne der letzten fünf Jahre 600 Millionen Dollar zu hoch ausgewiesen zu haben, und die Tatsache, dass weder Enron's Rechnungsprüfungsfirma Artur Anderson, noch Wall-Street Analysten und noch die Rating-Agenturen ihre Kontrollfunktionen erfüllten; als Folge sank das Vertrauen der Investoren in den amerikanischen Finanzmarkt rapide.⁷¹ Für politische Brisanz sorgten überdies die engen persönlichen Beziehungen des Vorstandsvorsitzenden Kenneth Lay zur Familie Bush und die seit 1990 insgesamt 5,9 Millionen Dollar Wahlkampfspenden Enrons an 71 der 100 Mitglieder des US-Senates.⁷²

Um das Vertrauen wieder herzustellen, wurde 2002 das Sarbanes-Oxley-Gesetz verabschiedet, welches stärkere interne Kontrollen der Unternehmen über die Finanzberichterstattung, harte Strafen bei unrichtigen Angaben in der Bilanz und eine Beeidigung der Bilanz durch den Vorstand vorschreibt.⁷³ Unmittelbar betroffen von

⁶⁸ Vgl. BIS, a.a.O., S.54.

⁶⁹ The Economist (Online Ausgabe): Wasted Energy. Lessons must be learnt from America's largest corporate bankruptcy, 06.12.2001, S. 1.

⁷⁰ The Economist (Online Ausgabe): Upended, 29.11.01. S.1

⁷¹ The Economist (Online Ausgabe), 06.12.2001, a.a.O. S.1

⁷² Vgl. The Economist (Online Ausgabe): For Committes in search of a scandal, 17.01.02. S.1.

⁷³ Vgl. o.V.: Sarbanes-Oxley-Gesetz bei vielen Betroffenen unbekannt, in: FAZ vom 11.08.2003, Frankfurt, S.17. Nach Schätzungen der SEC müssen die börsennotierten Unternehmen zur Einhaltung der neuen Regeln 1,5 Milliarden Dollar aufwenden (vgl. dazu o.V: Milliarden für Sarbanes-Oxley, in: FAZ vom 31.07.2003, Frankfurt, S.17)

dem Gesetz waren auch die Rating-Agenturen: Section 702(b) fordert von der SEC einen umfassenden - im Januar 2003 fertiggestellten - Bericht über die Rolle und Funktionen der Rating-Agenturen für den Wertpapiermarkt.⁷⁴ In diesem Bericht werden sehr ausführlich die grundsätzlichen Probleme dargestellt, die sich mit Ratings ergeben; in ähnlicher Weise sind sie in Kapitel 1 beschreiben.

Des weiteren untersuchte das „Senate Committee on Governmental Affairs“ die Rolle der SEC und anderer „private sector watchdogs“⁷⁵. Ebenso wurden umfangreiche Anhörungen vor dem Senat unternommen. Die Ergebnisse sind ein Schlag ins Gesicht der Rating-Agenturen. Der Senatsausschuss kommt nämlich zu dem Ergebnis: „[...] the agencies did not perform a thorough analysis of Enron’s public filings; did not pay appropriate attention to allegations of public fraud; and repeatedly took company officials at their word, without asking probing, specific questions – despite indications that the company had misled the rating agencies in the past.“⁷⁶ Darüber hinaus wird die Effektivität von Rating-Agenturen generell in Frage gestellt, Unternehmen kritisch zu überwachen.⁷⁷ Zwar hat es schon zu früheren Zeiten Kritik an Rating-Agenturen gegeben⁷⁸ und es wurde ihr Einsatz zur Regulierung in Frage gestellt⁷⁹; ebenso war Enron nicht die erste Krise, in der die Rating-Agenturen versagt haben.⁸⁰ Jedoch blieb vor Enron die Kritik innenpolitisch (bezogen auf die USA) folgenlos.

Als hingegen nur wenige Monate nach den traumatischen Ereignissen des 11. Septembers 2001, der den Amerikanern die Grenzen ihrer militärischen Sicherheit aufgezeigt hatte, mit dem Zusammenbruch eines Großkonzerns auch die wirtschaftliche Sicherheit vieler Menschen und das Vertrauen der Investoren in den US-Kapitalmarkt gefährdet war, sah sich die amerikanische Politik eines diffusen Gefühls der Unzufriedenheit und Unsicherheit ausgesetzt. Die Kongresswahlen 2002 vor Augen, mussten sowohl Demokraten wie Republikaner Handlungsfähigkeit demonstrieren. Da große Teile der Wall-Street-Lobby einschließlich der Rating-Agenturen durch die Krise geschwächt waren, konnte leichter eine Politik angestrebt werden, die deren Interessen zuwiderläuft. Darüber hinaus kann man vermuten, dass es für einige Poli-

⁷⁴ Vgl. SEC, a.a.O., S.1.

⁷⁵ „Staff-Report“, a.a.O., S.1-2.

⁷⁶ „Staff-Report“, a.a.O., S.108.

⁷⁷ Vgl. „Staff-Report“, a.a.O., S.126.

⁷⁸ Vgl. The Economist, 11.12.1997, S-1-2.

⁷⁹ Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank, a.a.O., S. 31.

⁸⁰ Zu denken ist dabei insbesondere an die Asien-Krise.

tiker angenehmer war, auf das Versagen der „private sector watchdogs“ hinzuweisen, als lange Diskussionen über die Unbedenklichkeit von Wahlkampfspenden zu führen. In diesem Sinne markiert Enron – literarisch ausgedrückt – ein retardierendes Moment: Die scheinbar unaufhaltsame Entwicklung, dass Ratings verstärkt zur Regulierung eingesetzt werden, wird unterbrochen, und es ist bislang unklar, wie die Zukunft aussehen wird, obgleich tendenziell an Ratings zur Regulierung festgehalten wird, jedoch die Rating-Agenturen selber stärker kontrolliert werden sollen.⁸¹

2.5 Fazit

Nach der chronologischen Betrachtung sollen abschließend die wesentlichen Ergebnisse systematisch zusammengefasst werden. Die Entwicklung des Einsatzes von Ratings zur Regulierung des Kapitalmarktes ist dabei durch folgendes gekennzeichnet:

- **Ausmaß der Regulierung:** Nachdem bis 1931 Ratings gar nicht zur Regulierung eingesetzt wurden, hat sich dies seitdem grundlegend verändert. Besonders seit der Einführung der „net capital rule“ 1975 und der Schaffung der NRSROs erfuhren Ratings eine erhebliche und kontinuierliche Expansion, die allerdings 2001 angehalten wurde.
- **Instanzen der Regulierung:** Die Regulierung ging dabei von verschiedenen Akteuren aus, beispielsweise durch den Kongress in diversen Gesetze („acts“), die Zentralbank, eigenständige Aufsichtsbehörden wie die SEC oder das Arbeitsministerium.
- **Bereiche der Regulierung:** Während anfangs die Regulierung nur auf Banken beschränkt war, dehnte sich der Gebrauch auch auf Versicherungen, Börsenmakler und Fonds aus. Betroffen sind sowohl kurzfristige wie langfristige Anlagen. Überdies vereinfachen Ratings die Erfüllung von Bestimmungen des Wertpapiermarktes.

Die Analyse hat auch gezeigt, dass durch Krisen eine neue Phase eingeleitet wurde. Dabei war entscheidend, welche Auswirkungen eine Krise auf das jeweilige innenpolitische Kräfteverhältnis von politischen und wirtschaftlichen Akteuren hatte, denn dadurch konnten bestimmte Interessen gestärkt und andere geschwächt werden. In *Übersicht 2* werden diese Zusammenhänge knapp illustriert.

⁸¹ Vgl. „Staff-Report“, a.a.O., S. 127.

Übersicht 2: Die Veränderung des Kräfteverhältnisses von Interessengruppen als Ursache für die Entwicklung von Ratings als Instrument der Kapitalmarktregulierung		
Phasenübergang	Auslöser	Folgen
I => II	Börsencrash 1929 Weltwirtschaftskrise	Vertrauensverlust in den US-Kapitalmarkt Machtverlust der Befürworter einer unregulierten Wirtschaft
II => III	Verstärkte internationale Kapitalmobilität Insolvenz der (nicht gerateten) „Penn Central Railroad“	Machtgewinn institutioneller Investoren mit stärkerem Interesse am Anlegerschutz Stärkung der Position von Ratings als Informationsmedium der Firmenbonität
III => IV	Insolvenz von Enron	Vertrauensverlust in den US-Kapitalmarkt Machtverlust von Rating-Agenturen, Analysten und Buchprüfern
Quelle: Rosenbaum (2004)		

3. Probleme durch den Einsatz von Ratings zur Regulierung

Nachdem im vorigen Kapitel die Entwicklung des Ratings zur Kapitalmarktregulierung dargestellt und erklärt wurde, soll im folgenden deren Regulierungsfunktion bewertet werden. Es ist nicht Aufgabe dieses Kapitels, im Allgemeinen die Rating-Agenturen ökonomisch und politisch zu bewerten. Deswegen konzentriert sich die knappe Analyse auf den Bereich „Regulierung“ und es wird von anderen möglichen Problemen abstrahiert. Daraus leiten sich folgende Annahmen und Einschränkungen ab:

- Der Saldo der positiven Effekte des Einsatzes von Ratings als Instrument der verbesserten Kapitalallokation und der möglichen negativen Effekte der doppelten Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Rating-Agentur, Kapitalnehmer und Kapitalgeber ist nach Einschätzung der Wirtschaftssubjekte positiv. Losgelöst von potentiellen Problemen des Einsatzes von Ratings zur Regulierung hinsichtlich deren Effektivität haben Ratings in dieser Betrachtungsweise ei-

nen positiven Nutzen.⁸²

- Der Fokus liegt auf dem US-Kapitalmarkt und den in Kapitel 2 erklärten Regulierungsmaßnahmen. Effekte, die aus anderen Regulierungen resultieren könnten – beispielsweise durch Basel II – bleiben unberücksichtigt.
- Der Analyse liegt das Werturteil zugrunde, dass eine marktwirtschaftliche Ordnung, unternehmerischer Wettbewerb und Freihandel insgesamt den gesellschaftlichen Wohlstand mehren. Gleichwohl wird die Auffassung vertreten, dass bei politischen Entscheidungen ökonomische, soziale und ökologische Ziele sorgfältig gegeneinander abgewogen werden müssen.

Im Einzelnen soll untersucht werden, welche Veränderungen sich auf die Effektivität von Ratings ergeben, wenn Sie zur Regulierung eingesetzt werden. Behandelt werden ebenfalls Aspekte, die sich mit der Legitimation und Rechenschaftspflicht von Ratings beschäftigen.

3.1 Regulierung: Auswirkungen auf das Marktergebnis

Wie bereits in dieser Arbeit erläutert wurde, ist der Ratingmarkt oligopolistisch strukturiert mit einer klaren Dominanz von S&P und Moody's. Eine mögliche Erklärung ist die Reputation: Weil die großen bekannten Rating-Agenturen über viele Jahre an Erfahrung verfügen und sich ihre Ratings insgesamt als sehr zuverlässig erwiesen haben, werden ihre Ratings von den Kapitalnehmern bevorzugt nachgefragt, um bei den Kapitalgebern ein allgemein akzeptiertes Bonitätssignal zu erzeugen.

Dieser Argumentation folgend, kann der Einsatz von Ratings zur Regulierung den Wettbewerb beschränken. Ausgangspunkt ist die Bestimmung, dass zu bestimmten Regulierungen (beispielsweise hinsichtlich des Portfolio von Fonds) ausschließlich Ratings einer NRSRO anerkannt werden. NRSROs können aber nach den Richtlinien der SEC nur solche Rating-Agenturen werden, deren Ratings zuvor zuverlässig

⁸² Der Leser sei sich bewusst, dass solch eine Annahme nicht unproblematisch ist, da es Autoren gibt, welche den Gebrauch von Ratings einzig auf den Einsatz zur Regulierung zurückführen. Beispielsweise argumentiert Frank Partnoy (a.a.O., S.623f): „The new regulatory scheme has had dramatic effect, not only causing a decline in the informal value of credit ratings, but also creating incentives for the agencies to provide inaccurate ratings and for market participants to pay for regulatory entitlements stemming from the agencies' ratings, instead of paying for the informational content of the ratings.“ Allerdings widerspricht die für die Analyse notwendige Annahme nicht der Überlegung, dass Rating-Agenturen von der Regulierung im großen Umfang profitiert haben könnten. Es soll „lediglich“ ausgeschlossen werden, dass der Einsatz von Ratings zur Regulierung die einzige Ursache für deren Existenz am Markt ist.

waren und von den Marktteilnehmern akzeptiert wurden. Rating-Agenturen, die keine NRSRO sind, werden allerdings Probleme bei der Kundenakquisition haben, weil sie im Vergleich zu den etablierten noch keine Reputation besitzen und ihnen das „Gütesiegel“ NRSRO fehlt. Dadurch wird es für die Newcomer äußerst schwierig, die Kriterien der SEC zu erfüllen.⁸³ Als Folge verfestigt sich das Oligopol.

Da es keine einheitliche Oligopol-Theorie gibt, kann jedoch im Rahmen dieser Analyse keine pauschale Aussage über Preisverhalten und Produktqualität des Rating-Oligopols getroffen werden.⁸⁴ Ebenso müsste genauer untersucht werden, welche Markteintrittsbarrieren jenseits der Regulierung ein solches Oligopol begünstigen und ob ein Verzicht auf die Regulierungsfunktion das Oligopol wirklich auflösen würde.

Weil Ratings durch die Regulierung gegenüber anderen Bonitätssignalen bevorzugt werden, ist anzunehmen, dass bei widersprüchlichen Aussagen der verschiedenen Signale Ratings den Ausschlag erhalten und die Anleger Anreize verlieren, andere Informationsquellen bei ihren Investitionsentscheidungen heranzuziehen. In diesem Fall schmälert die Regulierung zwar nicht die Effektivität der Ratings, wohl aber die Effizienz der Kapitalallokation.

Ein weiteres vieldiskutiertes Problem sind die Rating-Trigger. Darunter versteht man „[...] Klauseln in Handels- und Finanzverträgen, die bei Unterschreiten einer definierten Rating-Einstufung bestimmte vertraglich vereinbarte Verpflichtungen auslösen.“⁸⁵ Der Effekt entsteht auch dadurch, dass Fonds Wertpapiere verkaufen müssen, wenn ein bestimmtes Rating unterschritten wurde (vgl. Kapitel 2) bzw. das Management davon ausgeht, dass bald das Mindestrating nicht erfüllt werden kann.

Sehr deutlich trat der Trigger-Effekt während der Enron-Krise hervor: Nach verschiedenen downgrades hatten einige große Kapitalgeber das Recht, von Enron die kurzfristige Zurückzahlung der ausstehenden – längerfristig ausgerichteten – Verbindlichkeiten zu verlangen. Dadurch geriet Enron in gravierende Liquiditätsprobleme.⁸⁶

⁸³ Vgl. Cantor, Richard/ Packer, Frank, a.a.O., S.18f.

⁸⁴ Als gute Übersicht zu den Oligopol-Theorien vgl. Carlton, Dennis/ Perloff, Jeffrey: Modern Industrial Organization, S.153-187, Reading 2000.

⁸⁵ Zentraler Kreditausschuss (ZKA): Stellungnahme des Zentralen Kreditausschuss zur Tätigkeit von Rating-Agenturen und ihrer möglichen Regulierung, S.5, Berlin 14.08.2003.

⁸⁶ SEC, a.a.O, S.29.

Besonders problematisch wird es, wenn von den negativen Auswirkungen nicht nur einzelnen Unternehmen, sondern ganze Volkswirtschaften betroffen sind. Der kurzfristige Abzug von (ausländischem) Kapital stürzte während der Asien-Krise 1997 viele Staaten in große wirtschaftliche Schwierigkeiten und verursachte teilweise massive politische und soziale Spannungen.

Um die Auswirkungen der Regulierungsfunktion genauer bewerten zu können, soll auch an dieser Stelle überlegt werden, welche Veränderungen sich bei einem Verzicht auf die Regulierung ergeben würden. In dieser Sichtweise kann der Rating-Trigger als eine spezielle Form von „Herdenverhalten“ an den Finanzmärkten interpretiert werden, bei dem das Auftreten eines negativen Signals Verkaufswellen von Wertpapieren auslöst, weil allgemein befürchtet wird, dass die Kurse (noch) weiter sinken werden. Wenn die Herabstufung eines Ratings in den Augen der Marktteilnehmer ein zuverlässiges Warnsignal für ein höheres Bonitätsrisiko ist und mögliche andere Signale dem nicht widersprechen, würden Kapitalgeber – sie es direkt oder mittels Finanzintermediäre - ihre Anteile tendenziell auch verkaufen wollen, wenn sie nicht durch Regularien dazu gezwungen sind.⁸⁷ Überdies kann die freiwillige privatrechtliche Implementierung von Ratings in Verträgen als Indikator für die Glaubwürdigkeit der Ratings interpretiert werden.

3.2 Die Rechenschaftspflicht der Agenturen

Im folgenden werden der politische Einfluss von Rating-Agenturen und die Auswirkungen des Regulierungseinsatzes von „Sovereign-Ratings“ untersucht. Hillebrandt bringt die Kritik klar zum Ausdruck: „Mit den drei großen Rating-Agenturen haben sich private, kommerzielle Akteure im Weltfinanzsystem etabliert, die die Zugangsbedingungen aller Staaten zu den Finanzmärkten wesentlich bestimmen – und die damit einen erheblichen Einfluss auf Wirtschafts-, Steuer- und Sozialpolitik weltweit ausüben.“⁸⁸ Nach Ansicht von Michael King und Timothy Sinclair verschärft der Gebrauch von Ratings zu Regulierungszwecken diese Tendenz: „Despite the official role for ratings, no substantive public oversight of the rating agencies actually exists.

⁸⁷ In den Grenzbereichen der Ratings sind aber auch negative Effekte vorstellbar. So dürfen u.U. Investoren „BBB-“ Wertpapiere halten, müssen sie aber bei einer Herabstufung auf „BB+“ verkaufen, auch wenn nach ihrem subjektiven Empfinden das möglicherweise erhöhte Risiko noch vertretbar ist.

⁸⁸ Hillebrandt, Ernst: Schlüsselstellung im globalisierten Kapitalismus. Der Einfluss privater Rating-Agenturen auf Finanzmärkte und Politik, S.150f, in: Martens, Jens (Hg.): Die Privatisierung der Weltpolitik. Entstaatlichung und Kommerzialisierung im Globalisierungsprozess, Bonn 2001, S.150-171.

They have escaped democratic mechanisms of accountability despite playing a part in the operation of credit ratings.”⁸⁹

Wie plausibel sind die beiden Argumentationen?

Dass Ratings die „Zugangsbedingungen“ zu den Finanzmärkten wesentlich bestimmen, leuchtet unmittelbar ein, denn der Grad des Ratings beeinflusst die Attraktivität der Staatsanleihen sowie die Zinslasten. Ursache ist der Abbau von asymmetrischer Information zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber mit Hilfe der Rating-Agenturen. Allerdings ist es nichts Negatives, wenn - erstens - die Bonität der Staaten transparent wird und - zweitens - Staaten mit niedriger Bonität, die private Investoren gegen Zinszahlung um Geld bitten, eine höhere Risikoprämie entrichten müssen. Ansonsten würden sich Kapitalgeber solche Investitionsmöglichkeiten suchen, welche die gleiche Rendite bei geringerem Risiko erzielen. Die Folge wäre, dass Staaten mit niedriger Bonität große Schwierigkeiten hätten, private Investoren zu attrahieren.

Inwiefern die Rating-Agenturen tatsächlich die Politik von Staaten verändern, müsste näher im Einzelfall untersucht werden. Es sei aber nochmals auf das in Kapitel 1 dargestellte Beispiel Mexikos verwiesen; dort beeinflusste eine Rating-Agentur nicht die Politik, sondern die Politik beeinflusste das Verhalten der Rating-Agentur. Zwar ist es richtig, dass Rating-Agenturen eine bestimmte Politik präferieren und ihr Bonitätsurteil von der Einhaltung dieser Konzeption abhängig machen. Hierzu zählen insbesondere eine klare marktwirtschaftliche Orientierung der Politik in Verbindung mit Wirtschaftswachstum, Haushaltsdisziplin und Preisniveaustabilität, weil diese Faktoren die Bonität der Staaten positiv beeinflussen.⁹⁰ Diese Kriterien sind allerdings keine exklusiven Maßstäbe der Rating-Agenturen, sondern entsprechen den Interessen der (oft ausländischen) Investoren im Allgemeinen. Infolge dessen müssen sich auch politisch „links“ stehende Politiker wie Brasiliens Präsident Lula da Silva daran orientieren, um das Vertrauen der Investoren nicht zu verlieren.⁹¹ Insofern fungieren die Rating-Agenturen mit ihren Kriterien als Agent der Kapitalgeber, die ihre Interessen

⁸⁹ King, Michael/ Sinclair, Timothy: Private Actors and Public Policy: A Requiem for the New Basel Capital Accord, S. 353, in: International Political Science Review, Vol. 24, No. 3, London 2003, S.345-362.

⁹⁰ Vgl. Beers, David/ Cavanaugh, Marie/ Orgawa, Takahira, a.a.O., S.4-12.

⁹¹ Vgl. The Economist: A survey of Brazil, S.6-9 (The Economist, 22.02.2003)

(Rendite, Bonitätssicherheit) gegenüber den Kapitalnehmern (Staaten) durchsetzen wollen. Folglich ist die Einschränkung der nationalen Politikgestaltung zum einen das logische Ergebnis einer Marktbeziehung und nicht ein von den Rating-Agenturen verursachtes Problem.

Zum anderen schwächt die amerikanische Regulierung allerdings die Position der ausländischen Kapitalnehmer - sofern sie eine geringere Bonität besitzen - denn die Nachfrage nach „spekulativen“ Anleihen wird wegen den Anlagebestimmungen beschränkt. Ursache dafür ist der in Kapitel 2 beschriebene Einflussgewinn des Ziels Anlegerschutz. Auf der Grundlage der Vorstellung von (in diesem Fall amerikanischen) Politikern als eigennutzorientierten Akteuren, welche die Wählerstimmen maximieren wollen, um wiedergewählt zu werden,⁹² ist nachvollziehbar, dass die Interessen der Kapitalgeber (Wähler) eine größere Berücksichtigung finden als die politischen Wünsche der Ausländer (Kapitalnehmer). Die Sicherheit der Geldanlage besitzt folglich in der amerikanischen Innenpolitik einen höheren Stellenwert als die möglichen negativen Effekte, die aus dem schwierigeren Zugang des Auslands zu Kapital resultieren. In diesem Sinne wäre eine Rechenschaftspflicht der Rating-Agenturen gegenüber den Kapitalnehmern nicht notwendig, da die Rating-Agenturen primär als Agent der Kapitalgeber agieren und sich nur ihnen gegenüber verantworten müssen.

Wegen der Bedeutung der Reputation für die Rating-Agenturen argumentiert Schwarc: „Whereas government officials may derive the appearance of accountability through an electoral process, their ability to be elected is similarly driven by reputation. To this extent, reputational constraints can be viewed as a normative complement to the democratic process.“⁹³ Dem liegt die Vorstellung zugrunde, dass der ökonomische Nutzen der Rating-Agenturen schwindet, wenn Investoren der Auffassung sind, dass Ratings kein Bonitätssignal mehr verkörpern und somit keinen zusätzlichen Nutzen erbringen. Als Folge werden die privaten Investoren die Politik unter Druck setzen, den Anlegerschutz zu überprüfen und möglicherweise auf andere Weise zu gewährleisten. Wenn erhebliche Zweifel an der Qualität der Ratings beste-

⁹² Diese Interpretation von Politik basiert auf Überlegungen von Anthony Downs' „Ökonomischer Theorie der Politik“. Vgl. dazu Behrends, Sylke: Neue Politische Ökonomie, München 2001, S. 29ff.

⁹³ Schwarc, Steven: Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, S.15, in: University of Illinois Law Review, Volume 2002, Issue No.1, S. 1-27, USA 2002.

hen und die Investoren von den Rating-Agenturen enttäuscht sind, ist eine dauerhafte Fortführung von Ratings als Regulierungsinstrument kaum vorstellbar, da Politiker ansonsten selbst zur Zielscheibe von Kritik der Wähler werden können. Die amerikanischen Investoren besitzen somit zumindest prinzipiell mittels politischem Druck eine Sanktionsmöglichkeit gegenüber den amerikanischen Rating-Agenturen. Nach Auffassung des Verfassers unterstützen die Vorgänge nach Enron diese Überlegungen.

3.3 Fazit

Unter den zu Beginn gemachten Annahmen wurde festgestellt, dass der Gebrauch von Rating zur Regulierung keine völlig neuen Probleme schafft, wohl aber bereits vorhandene verstärkt. Diese liegen in der Logik einer marktwirtschaftlichen Ordnung und der Existenz von Ratings als Bonitätssignal begründet. Genauer zu überprüfen wäre der Einfluss der oligopolistischen Struktur des Ratingmarktes. In Grenzfällen der Investitionsentscheidungen kann die Regulierung negative Effekte hervorrufen. Das Eigeninteresse der Politiker an einer breiten Zustimmung in der Bevölkerung erklärt, warum die vor allem Staaten mit schlechterer Bonität treffenden negativen Effekte der Regulierung hinter die Interessen des amerikanischen Anlegerschutzes treten.

4. Zusammenfassung und Ausblick

Die vorliegende Arbeit hat verdeutlicht, dass die Entwicklung des Einsatzes von Ratings zur Kapitalmarktregulierung in vier Phasen zu sehen ist. Während anfangs Rating-Agenturen nicht zur Regulierung eingesetzt wurden, haben sich im Laufe der Zeit gleichermaßen das Ausmaß, die Instanzen und die Bereiche der Regulierung erweitert. Aktuell stehen die Rating-Agenturen in der Kritik und es wird offen über ihre Regulierungsfunktion diskutiert.

Die Übergänge von einer Phase in die nächste wurden durch das Auftreten von Krisen und die veränderten innenpolitischen Machtverhältnisse der USA erklärt.

In der ökonomischen Betrachtung liefern Ratings wertvolle Informationen über die Bonität von Emittenten und verbessern so die Kapitalallokation. Gleichwohl wurde

deutlich, dass Ratings auch zu Problemen führen können. Ambivalent zu beurteilen ist das tatsächliche Ergebnis der doppelten Prinzipal-Agent Beziehung zwischen Rating-Agentur, Kapitalgeber und Kapitalnehmer.

In Kapitel 3 wurde von den potentiellen Qualitätsdefiziten der Ratings abstrahiert und die durch die Regulierung induzierten Effekte dargestellt. Es wurde argumentiert, dass die Regulierung größtenteils keine neuen Schwierigkeiten verursacht, jedoch bereits bestehende verstärken kann. Wegen innenpolitische Gründen in den USA ist nicht davon auszugehen ist, dass mögliche Beschränkungen der Politik von ausländischen Staaten aufgrund der Regulierungsfunktion der Ratings in Zukunft verringert werden.

Wenn folglich der Einsatz von Rating-Agenturen zur Kapitalmarktregulierung ihren ökonomischen Nutzen und Einflusses nicht gravierend verändert, erscheint es sinnvoll, am Ergebnis dieser Arbeit an anderer Stelle anzuknüpfen. Zu denken ist an ein Abwägen der Vor- und Nachteile einer rein staatlichen Regulierung des Kapitalmarktes gegenüber den „private sector watchdogs“ Rating-Agenturen. Letztendlich handelt es sich dabei um die Grundsatzdebatte, inwiefern in einer zunehmend interdependenten Welt politisches Handeln durch – tatsächliche oder vermeintliche – ökonomische „Sachzwänge“ begrenzt wird.

Die Beschäftigung mit Rating-Agenturen bleibt also spannend, und man braucht kein Prophet zu sein, um weiterhin heftige Dispute über Rating-Agenturen vorherzusagen.

Bibliografie

Bank for International Settlements : Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information, in: Basel Committee on Banking Supervision Working Papers No. 3, Basel 2000. Download am 16.07.2003 unter

http://www.bis.org/publ/bcbis_wp03.pdf#xml=http://search.atomz.com/search/pdfhelper.tk?sp-o=4.100000.0

Beers, David/ Cavenaugh, Marie/ Ogawa, Takahira: Sovereign Credit Ratings: A Primer, in: Standard & Poor's: RatingsDirect, London u.a. 03.04.2002.

Download am 22.12.2002 unter

<http://www.standardandpoors.com/europe/deutsch/resourcecenter/index.htm#ratingansatz>

Behrends, Sylke: Neue Politische Ökonomie, München 2001.

Burgmeier, Stefanie: Faust in der Tasche, in: Wirtschaftswoche Nr. 37 (04.09.2003), Düsseldorf, S.68-69.

Cantor, Richard/ Packer, Frank: The Credit Rating Industry, in: The Journal of Fixed Income, Vol 5, No. 3, S.10-34, o.O. 1995.

Carlton, Dennis/ Perloff, Jeffrey: Modern Industrial Organization, Reading 2000.

Deutscher Bundestag, 15. Wahlperiode, Finanzausschuss (7. Ausschuss): Protokoll Nr.20 (Wortprotokoll) über die öffentliche Anhörung zu den Anträgen a) der Fraktionen SPD und Bündnis 90/ Die Grünen „Finanzplatz Deutschland weiter fördern“ –Drucksache 15/930-, b) der Fraktion der CDU/CSU „Förderung des Finanzplatzes Deutschland“ – Drucksache 15/748, c) der Fraktion der FDP „Finanzplatz Frankfurt stärken“ – Drucksache 15/369- am 4. Juni 2003, Berlin. Download am 10.09.2003 unter:

http://www.bundestag.de/gremien15/a07/protokolle/Protokoll_020.pdf

Dohmen, C.; Knipper, H.; Köhler, P: Sanio verstärkt Druck auf Ratingagentur, in: Handelsblatt vom 21./22.11.2003, S.25, Düsseldorf

Drost, Matthias: Europa soll eigene Ratingagentur gründen, in: Handelsblatt vom 10.09.2003, Düsseldorf S.27.

The Economist (Online Ausgabe): Upended, 29.11.01. S.1.

Download am 29.08.03 unter

http://www.economist.com/re.../PrinterFriendly.cfm?Story_ID=886899&subjectID=96515

The Economist (Online Ausgabe): Wasted Energy. Lessons must be learnt from America's largest corporate bankruptcy, 06.12.2001, S. 1.

Download am 30.07.03 unter:

www.economist.com/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=895651

The Economist (Online Ausgabe): For committees in search of a scandal, 17.01.02. S.1.

Download am 29.08.2003 unter:

http://www.economist.com/re.../Printerfriendly.cfm?Story_ID=940913&subjectID=96515

The Economist (Online Ausgabe): The value of trust. Investors seem to have lost faith in Wall Street. What can be done about it?, 06.06.2002, S.2

Download am 30.07.03 unter:

www.economist.com/r.../PrinterFriendly.cfm?Story_ID=1165301&subjectID=34893

Einecke, Helga: Ratingagentur wartet mit Einzelurteilen, in: Süddeutsche Zeitung vom 25.11.2003, S. 20, München

Everling, Oliver: Credit Rating durch internationale Agenturen. Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Rating, Wiesbaden 1991.

Ferri, G /Liu, L/ Stiglitz, J: The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis, in: Economic Notes, Vol. 28, no.3, Oxford 1999, S.335-355.

Göbel, Elisabeth : Neue Institutionenökonomik, Stuttgart 2002.

Gras, Isabelle: The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten, REGEM Analysis No.6, May 2003, Trier University.

Download am 13.09.2003 unter:

http://www.chinapolitik.de/studien/regem/regem_no6.pdf

Heinke, Volker: Der Signal- und Zertifizierungswert von Credit Ratings am Euromarkt, in: Die Betriebswirtschaft, 60. Jahrgang, Heft 3/ 2000, Bochum u.a, S. 314-335.

Hillebrand, Ernst: Schlüsselstellung im globalisierten Kapitalismus. Der Einfluss privater Rating-Agenturen auf Finanzmärkte und Politik, in: Martens, Jens (Hg.): Die Privatisierung der Weltpolitik. Entstaatlichung und Kommerzialisierung im Globalisierungsprozess, Bonn 2001, S.150-171.

Hoffmann, Peter: Bonitätsbeurteilung durch credit rating: Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten eines Instruments zur Optimierung von Investitions- und Finanzierungsprozessen, Berlin 1991.

Jakobs, Georg/ Papendick, Ulric: Apostel ohne Moral, in: Manager Magazin, Heft 4/ 2003, Hamburg, S.102-108.

King, Michael/ Sinclair, Timothy: Private Actors and Public Policy: A Requiem for the New Basel Capital Accord, in: International Political Science Review, Vol. 24, No. 3, London 2003, S.345-362.

Kleinstauber, Hans: Die staatliche Regulierung, in: Adams, Willi Paul/ Lösche, Peter (Hrsg.): Länderbericht USA, Bonn 1998, S.536-540.

Lansch, Rita: Münchener Rück füllt die Reserven auf, in: Handelsblatt vom 10.09.2003, Düsseldorf S. 25

Lütz, Susanne: Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA, Frankfurt/ New York 2003.

Olegario, Rowena: Credit-Reporting Agencies: Their Historical Roots, Current Status, and Role in Market Development, Michigan

Download am 15.08.2003 unter

http://econ.worldbank.org/files/2429_olegario.pdf

o.V.: ABS - Aus Bankkrediten werden handelbare Wertpapiere, in: FAZ vom 24.04.2003, Frankfurt, S.23

o.V.: Milliarden für Sarbanes-Oxley, in: FAZ vom 31.07.2003, Frankfurt, S.17.

o.V.: Sarbanes-Oxley-Gesetz bei vielen Betroffenen unbekannt, in: FAZ vom 11.08.2003, Frankfurt, S.17

o.V.: Gelbe Karte, in: FAZ vom 29.08.2003, Frankfurt, S.11.

o.V.: Herabstufung verstärkt Rating-Ärger, in: FAZ vom 29.08.2003, Frankfurt, S.19.

o.V.: Moody's bestätigt Rück-Rating, in: FAZ vom 03.09.2003, Frankfurt, S.21

o.V.: S&P geht auf die Kritiker zu, in: FAZ vom 13.09.2003, Frankfurt S. 19.

o.V.: Spekulationen um Münchener Rück, in: Handelsblatt (Online-Ausgabe) vom 12.09.2003.

Download am 13.09.2003 unter:

http://www.handelsblatt.com/hbiwwwangebot/fn/rehbi/sfn/cn_artikel_drucken/.../index.htm

o.V.: Münchener Rück holt sich frisches Kapital, in: Spiegel-Online vom 17.10.2003. Download am 17.10.2003 unter:
<http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,druck-270135,00.html>

Partnoy, Frank: The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumps Down for the Credit Rating Agencies, in: Washington University Law Quarterly, Vol. 77, No. 3, 619-714, Washington 1999. Download am 09.07.2003 unter
<http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/delivery.cfm/99060529.pdf?abstractid=167412>

Rappen, Hermann: Die Verfassung der Geld- und Kapitalmärkte, in: Adams, Willi Paul/ Lösche, Peter (Hrsg.): Länderbericht USA, Bonn 1998, S.560-577.

Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs ("Staff-Report"): Financial Oversight of Enron: The SEC and Private Sector Watchdogs, Washington 2002. Download am 20.08.2003 unter
<http://govt-aff.senate.gov/100702watchdogsreport.pdf>

Rhodes, Amy Katharine: The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?, Harvard 1995. Download am 19.08.2003 unter <http://cyber.law.harvard.edu/rfi/papers/rating%20paper.pdf>

Richter, Rudolf/ Furubotn, Erik: Neue Institutionenökonomik, Tübingen 1999.

Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, S.15, in: University of Illinois Law Review, Volume 2002, Issue No.1, S. 1-27, USA 2002.

Salzmann, Bernd: Aufschub für die Landesbanken, in: Frankfurter Rundschau vom 25.11.2003, Frankfurt, S.11.

Securities and Exchange Commission: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Securities Markets, January 2003 (ORT?)
Download am 15.08.2003 unter <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>

Smith, Roy/ Walter, Ingo: Rating Agencies: Is There an Agency Issue?, New York 2001. Download am 24.07.2003 unter http://www1.worldbank.org/finance/html/credit_report_references.html

Sylla, Richard: A Historical Primer on the Business of Credit Ratings, New York 2001. Download am 24.07.2003 unter http://www1.worldbank.org/finance/html/credit_report_references.html

White, Lawrence: The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis, New York 2001. Download am 24.07.2003 unter http://www1.worldbank.org/finance/html/credit_report_references.html

Zentraler Kreditausschuss: Stellungnahme des Zentralen Kreditausschuss zur Tätigkeit von Rating-Agenturen und ihrer möglichen Regulierung, Berlin 14.08.2003. Download am 10.09.2003 unter <http://www.zentraler-kreditausschuss.de/upload/1061210537.ZKA-StellungnahmeRating-Agenturen.pdf>

Anhang 1

RATING SCALES		
Moody's	Standard & Poor's	QUALITY
Aaa	AAA	INVESTMENT GRADE
Aa1	AA+	
Aa2	AA	
Aa3	AA-	
A1	A+	
A2	A	
A3	A-	
Baa1	BBB+	
Baa2	BBB	
Baa3	BBB-	
Ba1	BB+	SPECULATIVE GRADE
Ba2	BB	
Ba3	BB-	
B1	B+	
B2	B	
B3	B-	
Caa	CCC+	(close to) DEFAULT
Ca	CC	
C	C D	

Quelle:

Kerwer, Dieter: Credit Ratings and the Governance of Financial Markets, USA 1999, S.3

Download am 15.08.2003 unter

http://www.sase.org/conf1999/papers/dieter_kerwer.pdf