

„Von den Chinesen
könnten wir einiges lernen.
Man hat mir gesagt, sie hätten
ein und dasselbe Schriftzeichen
für die Krise und für die Chance.“
Richard von Weizsäcker¹

1 Einleitung

Vor einem Jahrhundert haben sich, ausgehend von den Vereinigten Staaten, Unternehmen entwickelt, die sich auf Bonitätsbeurteilungen von Unternehmen und deren Schuldtiteln spezialisiert haben: Ratingagenturen.

Beginnend mit einem dünnen Buch, das *John Moody* im Jahre 1909 veröffentlichte, hat sich der Ratingmarkt mittlerweile zu einer „Multi-Milliarden-Dollar-Industrie“ entwickelt.² Heutzutage werden die Agenturen als die privaten Wächter der Kreditmärkte bezeichnet³ und gelten als die mächtigsten Akteure an den Finanzmärkten.⁴

Zugleich stellen sie jedoch auch die größte unkontrollierte Machtstruktur im Weltfinanzsystem dar.⁵ Bis heute bestehen auf europäischer Ebene keine direkt auf die Tätigkeit der Ratingagenturen bezogenen Rechtsvorschriften.⁶ Ebenfalls verdeutlicht der Mangel an vorhandener Rechtsprechung ganz klar, dass Fragen der Haftung in der Ratingindustrie keine Rolle spielen.⁷ Verstärkt wird diese Problematik dadurch, dass Ratings zu Zwecken der Kapitalmarktregulierung herangezogen werden.

1 von Weizsäcker, http://www.5sinnich.at/de/intro_archiv.html (10.6.2009).

2 Güttler/Wahrenburg, The adjustment of credit ratings in advance of defaults, *Journal of Banking&Finance* 2007, 751 (752).

3 von Schweinitz, Die Haftung von Ratingagenturen, *WM* 2008, 953 (953).

4 Krimphove/Kruse, Regulierung und Haftung von Ratingagenturen: Status quo und Perspektiven, *Kreditwesen* 2005, 413 (413).

5 So Sanio, Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. *Theilacker, Rating: Entscheidungshilfe, kein Entscheidungersatz, Kreditwesen* 2005, 177 (177).

6 Cervone, Regulating Credit Rating Agencies in a Transatlantic Dialogue, *EBLR* 2008, 821 (849).

7 Cervone, *EBLR* 2008, 878.

Dies wird insofern kritisch gesehen, als die Regulierung wesentlicher wirtschaftlicher Vorgänge von öffentlichen Behörden auf private Institutionen übertragen wird, obwohl diese möglicherweise keiner ausreichenden Kontrolle unterliegen.⁸

Aus diesen Gründen müssen Marktakteure, wie Ratingagenturen, die über eine dermaßen große und teilweise „halb-staatliche“ Autorität verfügen, gleichzeitig aber weder haftbar noch verantwortlich gemacht werden können, mit einer gewissen Skepsis betrachtet werden.⁹ Insofern stellt sich zwangsläufig die Frage „*Quis custodiet ipsos custodes?*“¹⁰ - „Wer überwacht die Wächter?“. Schon seit den Anfängen der Ratingindustrie wurde, in diesem Sinne, die Frage „Wer ratet die Ratingagenturen?“ diskutiert.¹¹

Obwohl die Agenturen schon öfters Gegenstand regelmäßig wiederkehrender Beschwerden und Kritik wurden, hat schließlich eine Welle von Unternehmenszusammenbrüchen sowie die Subprime-Krise im Jahr 2007, viele dazu veranlasst den Beitrag der Agenturen zur Markteffizienz in Frage zu stellen.¹² Beispielhaft für die Grundlage der Kritik scheinen die vergebenen Top-Ratings A, A2 und A der „Big Three“¹³, die noch einen Tag vor Konkurs von Lehman Brothers beibehalten wurden.¹⁴ Ebenso verlief es bei den, auf den Subprime-Krediten basierenden, strukturierten Finanzinstrumenten, sowie bei fast allen Unternehmenszusammenbrüchen im Gefolge der Krise, sei es nun AIG, Bear Stearns oder Merrill Lynch – Die Agenturen vergaben Traumnoten.¹⁵

Nach dem Beinahe-Kollaps des Finanzsystems im Jahr 2008 hat man daher vor allem den Ratingagenturen aufgrund ihrer gravierenden Fehlbewertungen von strukturierten Finanzinstrumenten, die Schuld zugewiesen.¹⁶

8 *The Committee of European Securities Regulators*, CESR/04-612b – CESR’s technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies – Consultative Paper (2004) 65.

9 *Kuhner*, Financial Rating Agencies: Are they credible? Insight into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk, sbr 2001, 2 (4).

10 *Decimus Juvenalis*, Satirae VI, <http://www.thelatinlibrary.com/juvenal/6.shtml> (18.3.2009) Rz 347.

11 *Limmell*, A critical review of the new capital adequacy framework paper issued by the Basle Committee on Banking Supervision and its implications for the rating agency industry, *Journal of Banking&Finance* 2001, 187 (194).

12 *Cervone*, EBLR 2008, 821.

13 Aufgrund ihrer Marktstellung hat sich diese Bezeichnung für die Agenturen Moody’s Investors Service, Standard&Poor’s und Fitch eingebürgert.

14 *Balzli/Hornig*, Die Krisenverschärfer, *Der Spiegel* 2009/19, 64 (64).

15 *Balzli/Hornig*, *Der Spiegel* 2009/19, 64.

16 *Ba/Lie*, Rating-Agenturen an die Kandare, *Versicherungswirtschaft* 2009, 330 (330).

So wird sogar vertreten, dass von den Agenturen ein größeres systemisches Risiko ausgehe, als von manchem Finanzdienstleister selbst.¹⁷

In Folge der Krise wuchs daher der Unmut über die Marktmacht der Agenturen, die sie aufgrund ihres enormen Einflusses auf die globalen Kapitalströme und den Einsatz ihrer Ratings zu Regulierungszwecken innehaben.¹⁸ Da die Ratingagenturen signifikante Fehler in Bezug auf die zur Bewertung für strukturierte Finanzinstrumente angewandten Modelle, Annahmen und Methoden zugaben, entstanden zudem Unsicherheiten ob die Qualität anderer Ratings nicht auch in Frage zu stellen sei.¹⁹ Daher wurden Forderungen von Aufsichtsbehörden und Regierungen laut, die Agenturen strengeren Auflagen zu unterziehen.²⁰ Aufgrund ihrer bedeutenden Rolle in Bezug auf die Entstehung der Krise wurde in zahlreichen Rechtsordnungen begonnen sich mit einer Regulierung der Ratingagenturen zu befassen.²¹ Zudem wurde sowohl in den USA als auch in Europa über die Einrichtung staatlicher Ratingagenturen diskutiert.²²

Wer sind diese Agenturen, die mit ihrem Produkt Rating, weltweite Kapitalströme beeinflussen, sowie Unternehmen und sogar ganze Staaten in Zahlungsschwierigkeiten bringen können?²³ Was unterscheidet Ratings von anderen Bewertungen, wie bspw Schulnoten, Michelin-Sternen oder Hotelleriebewertungen, die mit den Bonitätsbeurteilungen der Ratingagenturen vergleichbar sind, jedoch nie einer dermaßen intensiven öffentlichen Kritik ausgesetzt waren?

Für kapitalsuchende Unternehmen sind keine Urteile wichtiger, als die Ratings der drei großen Agenturen Standard&Poor's, Moody's Investors Service und Fitch Ratings.²⁴ So setzt jedes Plus- oder Minus- Zeichen ihrer Ratings automatisch Milliardensummen in Gang.²⁵

17 *Wierst*, „Die Bankenwelt muss sich wieder mehr auf ihre traditionelle Rolle als Dienstleister für die Realwirtschaft besinnen.“, Kreditwesen 2008, 1304 (1311).

18 *Rosenbaum*, Der politische Einfluss von Rating-Agenturen (2009) 5.

19 *International Monetary Fund*, Global Financial Stability Report – Financial Market Turbulence – Causes, Consequences, and Policies – October 2007 (2007) 20.

20 *Balzli/Hornig*, Der Spiegel 2009/19, 65.

21 *International Organization of Securities Commissions*, International Cooperation in Oversight of Credit Rating Agencies – Note – March 2009, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD287.pdf> (13.7.2009) 3.

22 *Ba/Lie*, Versicherungswirtschaft 2009, 332.

23 *Witte/Hrubesch*, Rechtsschutzmöglichkeiten beim Unternehmens-Rating, ZIP 2004, 1346 (1353).

24 *Strunz-Happe*, Externe Ratingagenturen – Marktregulierung durch Basel II – Vorgaben zur Anerkennung als ECAI und die aufsichtsrechtliche Behandlung von externen Ratings, WM 2004, 115 (115).

25 *Balzli/Hornig*, Der Spiegel 2009/19, 64.

Nach Expertenschätzungen kontrollieren diese drei Unternehmen mit ihren Bonitätsbewertungen 80% der weltweiten Kapitalströme²⁶ und entscheiden aufgrund des Vertrauens der Investoren in ihre Bewertungen ganz grundlegend darüber, ob eine Finanzierung am Kapital- oder Geldmarkt erleichtert oder erschwert wird²⁷. Ihre Ratings sind somit zu einer grundsätzlichen Voraussetzung für den Zugang zu den Finanzmärkten geworden.²⁸

Insofern nehmen die Ratingagenturen einen grundlegenden Aufgabebereich an den Kapitalmärkten wahr und dies führt, bei einem möglichen Versagen der Agenturen auch zu erheblichen Problemen. Aufgrund dieser großen Verantwortung ist daher bei mangelnder Qualität ihrer Ratings, die Kritik an ihnen dementsprechend groß. Die Problematik wird dadurch verstärkt, dass die Agenturen als gewinnorientierte Unternehmen nicht die Maximierung der Ratingqualität, sondern die Minimierung ihrer Kosten anstreben.²⁹

Die steigende Bedeutung ihrer Bewertungen für das effiziente Funktionieren der Märkte, erhöht daher unausweichlich das Erfordernis des Vertrauens in die Verlässlichkeit und die Qualität von Ratings.³⁰ Denn nur, wenn diese unabhängig, objektiv und international einheitlich erstellt werden, können Ratings die Integrität, Transparenz und Wettbewerbsfähigkeit der Kapitalmärkte erhöhen, die Kapitalaufnahmekosten für Emittenten senken und zum Anlegerschutz beitragen.³¹

So sind in Bezug auf die Qualitätssicherung von Ratings folgende Anforderungen an die Agenturen zu stellen:

26 *Serfling*, Möglichkeiten und Grenzen des Credit Ratings, in *Büschgen/Everling* (Hrsg), Handbuch Rating² (2007) 709 (715).

27 *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1347.

28 *Kerwer*, Rating Agencies: Setting a Standard for Global Financial Markets, Economic Sociology European Electronic Newsletter Vol 3 No 3 (June 2002), <http://econsoc.mpiifg.de/archive/esjune02.pdf> (15.3.2009) 40 (42).

29 *Heinke*, Der Signal und Zertifizierungswert von Credit Ratings am Euromarkt, DBW 2000, 314 (320).

30 *The Committee of European Securities Regulators*, CESR/05-139b – CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies (2005) Rz 21.

31 *Chirico*, Credit Rating Agencies: The Main Lacuna in EU Regulation Governing Conflicts of Interest – ECMI Commentary No 17 - 31 January 2008, <http://shop.ceps.eu/free/1592.pdf?> (13.4.2009) 1.

1. Adäquanz der Ratingmethoden und -kriterien
2. Aktualität der Ratings
3. Vergleichbarkeit der Ratings
4. Qualität der verwendeten Informationen
5. Qualität und Quantität der Mitarbeiter einer Ratingagentur
6. Berücksichtigung von Marktveränderungen

Werden diese Anforderungen erfüllt, scheint die Qualität der Ratings im Hinblick auf ihre Aussagekraft und Richtigkeit, sichergestellt zu sein. Aufgrund der oligopolistischen Marktstruktur und dem damit verbundenen mangelnden Wettbewerb ergeben sich jedoch kaum Anreize für die Agenturen, Maßnahmen zu setzen, die zu einer Qualitätssteigerung ihrer Ratings führen könnten. Selbstregulierungsmechanismen scheinen ebenfalls, wie noch zu zeigen sein wird, versagt zu haben.

Es stellte sich somit, in Anbetracht der Subprime-Krise, als unausweichlich heraus, regulierend in die Ratingindustrie einzugreifen.

Da bislang keine effektive Regulierung des Ratingwesens stattgefunden hat, obwohl die Ratingagenturen als gewinnorientierte Oligopolisten (teilweise ungefragt) mit ihren Ratings erheblichen Einfluss ohne effiziente Kontrolle durch den Markt ausüben, führt dies zu einem erheblichem Rechtsproblem.³² Insofern ist „de lege ferenda“ zu fragen, ob legislative Maßnahmen die Qualität von Ratings steigern bzw Qualitätsstandards einführen können.

Am 16.9.2009 beschloss daher die Europäische Union eine Verordnung über Ratingagenturen³³ (in weiterer Folge: RatingVO), die zu großen Teilen auf den am 12.11.2008 erlassenen Vorschlag³⁴ der Europäischen Kommission basiert. Laut ihrem Art 1 soll ein gemeinsamer Regulierungsansatz eingeführt werden, der zu einer Verbesserung der Qualität der in der Gemeinschaft erstellten Ratings beitragen soll und in weiterer Folge einen reibungslos funktionierenden Binnenmarkt sowie ein hohes Maß an Verbraucher- und Anlegerschutz gewährleistet.

32 *Witte/Hrubesch*, ZIP 2004, 1349.

33 Verordnung (EG) Nr.1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.September 2009 über Ratingagenturen, ABI L 2009/302, 1.

34 *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen, KOM(2008) 704 endg, 12.11.2008.

Um auf die vorgeschlagenen Maßnahmen in dieser komplexen Materie spezifisch eingehen zu können, scheint es vorerst angebracht die bestehende, historisch gewachsene Struktur der Ratings, ihre Funktionsweise bzw ihre Stärken und Schwächen in der Praxis näher darzulegen.

Im Rahmen der folgenden Darstellung soll daher der Ratingbegriff umrissen werden, um daraufhin auf die Bedeutung von Ratings näher einzugehen. Diese Skizze umfasst zum einen ihren ursprünglichen Zweck, namentlich die Verringerung von Informationsasymmetrien und zum anderen ihre Einbindung in Regulierungsvorschriften des Kapitalmarktrechts, die insofern im Hinblick auf den Anwendungsbereich der RatingVO von Bedeutung ist. In Kapitel 2.2 soll zum weiteren Verständnis ein Überblick über die Tätigkeit der Agenturen, deren Entwicklung sowie eine kurze Darstellung der den Ratingmarkt beherrschenden Agenturen gegeben werden.

In Kapitel 3 erfolgt ein Überblick über die bestehenden Rechtsvorschriften im Bereich des Ratingwesens. Hierzu zählen zum einen die auf die Ratingagenturen anwendbaren Richtlinien des Gemeinschaftsrechts, als auch, aufgrund dessen internationaler Bedeutung, der sog IOSCO-Kodex. Dieser stellt zudem den bis jetzt praktizierten Selbstregulierungsmechanismus dar und ist als Basis aller weitergehenden Regulierungsmaßnahmen anzusehen.

Kapitel 4 widmet sich der Ratingqualität, ihrer Definition und Messbarkeit. Daher werden auch die drei grundlegenden Ansätze zur Messung der Qualität erklärt. In weiterer Folge werden die in sechs Gruppen unterteilten Anforderungen an die Ratingqualität dargestellt.

Kapitel 5 behandelt daraufhin die RatingVO an sich, indem einführend deren Entstehungsgeschichte, die zu einem großen Teil mit der Subprime-Krise 2007 zusammenhängt, dargestellt wird. Darauf folgend wird die Wahl des Mittels – eine Verordnung des Gemeinschaftsrechts – erklärt. Kapitel 5.4 soll einen Überblick über die drei, abseits der Sicherung der Ratingqualität, angestrebten Ziele der RatingVO geben. Abschließend werden die Maßnahmen der RatingVO, die unmittelbar zur Sicherung der Qualität beitragen, erläutert. Zu diesem Zweck wird wiederum nach der bereits zuvor in Kapitel 4.2 verwendeten Gliederung vorgegangen.