

ARBEITSPAPIERE
des Instituts für Genossenschaftswesen
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster

Ratingagenturen in der Kritik
Eine Analyse der Reformforderungen und -vorschläge

von Theresia Theurl/ Dominik Schätzle

Nr. 116 ■ August 2011

Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Institut für Genossenschaftswesen
Am Stadtgraben 9 ■ D-48143 Münster
Tel. ++49 (0) 2 51/83-2 28 01 ■ Fax ++49 (0) 2 51/83-2 28 04
info@ifg-muenster.de ■ www.ifg-muenster.de

Vorwort

Ratingagenturen sind einflussreiche und mächtige Organisationen. Im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise und mit den aktuellen Verschuldungsproblemen europäischer Staaten und der USA sind sie wieder einmal in das Rampenlicht der medialen und öffentlichen Aufmerksamkeit getreten. Dies geschah nicht das erste Mal. Ihnen wird eine Mitschuld an den negativen Entwicklungen gegeben, sie werden kritisiert, nicht rechtzeitig vor sich abzeichnenden Problemen gewarnt zu haben. In Konsequenz wird nicht nur eine bisher nur in Ansätzen vorhandene staatliche Regulierung der Ratingagenturen gefordert, sondern es wurden zahlreiche Reformforderungen und -vorschläge präsentiert, die die Governance von Ratingagenturen grundsätzlich verändern sollen. Dies reichen von einem Wandel der Bezahlungsmodalitäten, weg von der Beauftragung und Bezahlung durch die Kapitalnehmer und hin zu den Investoren, über die Schaffung von staatlichen und/oder europäischen Agenturen, hin zu einer verpflichtenden Haftung für die Ratingurteile sowie zu einer Veränderung der Marktzutrittsregeln und einer Intensivierung des Wettbewerbs zwischen Ratingagenturen durch andere Maßnahmen.

In diesem IfG-Arbeitspapier werden diese Reformvorschläge analysiert, mit der Zielsetzung ihre Wirkungen auf die Ratingqualität sowie auf die Erfüllung der Funktionen der Ratingagenturen auszuloten. Dabei stellt sich heraus, dass wichtiger noch als die „Neuerfindung“ der Ratingagenturen eine realistische Erwartungshaltung bezüglich ihrer Aktivitäten ist sowie die Überprüfung der Investitionsvorschriften, die Ratings voraussetzen. Die Überlegungen führen zum Ergebnis einer stärkeren staatlichen Regulierung, die jedoch die Anreizstrukturen der Ratingagenturen berücksichtigt und positiv beeinflusst.

Das Arbeitspapier entstammt dem „IfG-Forschungscluster I: Institutionenökonomische Analysen“. Kommentare und Anregungen sind herzlich willkommen.



Univ.-Prof. Dr. Theresia Theurl

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	I
Abbildungsverzeichnis	III
1 Einleitung	1
2 Funktionen und Probleme von Ratingagenturen	3
2.1 Ökonomische Funktion von Ratingagenturen.....	3
2.2 Probleme von Ratingagenturen.....	5
2.3 Reputationsmechanismus zur Lösung der Probleme	7
3 Vorschläge zur Verringerung der Schwächen der Ratingagenturen	8
3.1 Bezahlung des Ratings durch Investoren	9
3.2 Steigerung des Wettbewerbs auf dem Ratingmarkt.....	12
3.2.1 Markteintritte neuer Ratingagenturen	13
3.2.2 Wettbewerb und die Wirkung auf die Ratingqualität	16
3.3 Staatliche/Europäische Ratingagentur	18
3.4 Haftungsübernahme von Ratingagenturen.....	22
3.5 Staatliche Regulierung/Aufsicht von Ratingagenturen.....	23
4 Schlussfolgerung	28
Literaturverzeichnis	32

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1 Rating als Signaling- und Screening- Instrument.....	4
Abb. 2 Rating zur Verringerung von ex post Informationsasymmetrien...	4
Abb. 3 Probleme von Ratingagenturen.....	6
Abb. 4 Einschränkung der Wirkung des Reputationsmechanismus	7
Abb. 5 Markteintrittsrelevante Faktoren.....	13
Abb. 6 Analyse der Reformvorschläge	29

1 Einleitung

Im globalen Finanzsystem nehmen die Ratingagenturen als Finanzintermediäre eine sehr wichtige Rolle ein. Daher ist es nicht überraschend, dass bei den vergangenen und aktuellen Problemen auf den Finanzmärkten den Ratingagenturen nicht nur eine Mitschuld am Auftreten der Probleme zugewiesen werden, sondern dass ihre Funktionen und die Ausgestaltung ihrer Governance auch Inhalt zahlreicher Reformvorschläge sind.

Ratingagenturen sind marktwirtschaftliche Organisationen. Als gewinnorientierte Unternehmen ist es ihre Aufgabe den Finanzmarktteilnehmern eine Einschätzung zu liefern, inwiefern ein Fremdkapitalnehmer in der Lage ist, der aus einem Finanztitel resultierende Zahlungsverpflichtung (Zins und Tilgung) termingerecht und in voller Höhe nachkommen zu können.¹ Ihre Einschätzung basiert auf der Analyse sowohl von quantitativen (Eigenkapitalquote, Verschuldungsgrad, Liquidität) als auch von qualitativen (Unternehmensstrategie, Managementqualität, Nachfolgesicherung, Mitarbeiterqualifikationen) Faktoren,² wobei das Ergebnis mittels Ratingsymbolen auf einer Ordinalskala (Ratingskala) dargestellt wird. Da jedem Ratingsymbol eine spezifische Definition der Bonität eines Emittenten zugeordnet werden kann,³ liefern die Ratings den Finanzmarktteilnehmern eine komprimierte Einschätzung über das Bonitätsrisiko eines Fremdkapitalnehmers durch die Agenturen.⁴ Somit können die Ratings sowohl Informationen über die für einen Kreditnehmer zur Verfügung stehenden Kreditmittel als auch für dessen Finanzierungsbedingungen liefern.⁵

Die Leistungen und die Fähigkeiten der Ratingagenturen MOODY'S, S&P und FITCH sowie die Qualität und Aktualität ihrer Ratings sind im Zuge der jüngsten Finanz- und Staatsschuldenkrise in der öffentlichen Diskussion fortdauernder Kritik ausgesetzt. Dennoch ist die Kritik nicht neu. Die Kompetenz der Ratingagenturen wurde bereits bei den Insolvenzen großer Unternehmen am Beginn des Jahrtausends, z.B. von WORLDCOM (2001) UND ENRON (2002) angezweifelt. Die Kritik wurde dann besonders im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 mit der Insolvenz von LEHMAN

¹ Vgl. CORTEZ, SCHÖN (2010), S. 170.

² Vgl. THEILACKER (2005), S. 178.

³ Vgl. EVERLING (1991), S. 21.

⁴ Vgl. FROST (2007), S. 470.

⁵ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 1.

BROTHERS (2008)⁶ intensiviert und konzentrierte sich auf die Vergabe fehlerhafter Ratings für strukturierte Finanzprodukte. Auch in der aktuellen Schuldenkrise in Europa werden sie von manchen Kommentatoren wegen der Herabstufung einiger Schuldenländer für deren höhere Zinsbelastung verantwortlich gemacht.⁷ Große Aufmerksamkeit hat zusätzlich die Herabstufung der USA mit dem Verlust der Spitzenbewertung durch Standard & Poor's erfahren. Basierend auf dieser öffentlichen Kritik sowie auch an Zweifeln, die manche Ökonomen an der großen Bedeutung von Ratingagenturen und ihrer Arbeitsweise äußern,⁸ werden inzwischen Maßnahmen für eine Reform des Ratings gefordert und vorgeschlagen, die die Ratingqualität erhöhen sollen. Die wichtigsten Reformvorschläge enthalten eine i) Bezahlung des Ratings durch die Investoren, ii) die Erhöhung des Wettbewerbs zwischen den Ratingunternehmen, iii) die Errichtung einer staatlichen oder einer europäischen Ratingagentur, iv) die Übernahme einer Haftung für „falsche Ratings“ durch die Ratingagenturen sowie v) eine Intensivierung der staatlichen Regulierung/Aufsicht.

Im Rahmen dieser Diskussion, die meist kontrovers und anlassbezogen erfolgt, unterbleibt häufig eine differenzierte Analyse dieser Reformvorschläge und die Funktionen und die Möglichkeiten von Ratingagenturen werden vernachlässigt. Daher soll im Rahmen dieses Beitrags eine kritische und vergleichende Betrachtung der Reformvorschläge erfolgen. Im Fokus der Analyse steht, inwiefern die gewünschte Wirkung durch die jeweils vorgeschlagenen Maßnahmen erreicht werden kann. Dabei werden, aufbauend auf der Darstellung der ökonomischen Funktionen der Ratingagenturen, die möglichen Probleme sowie ein marktbasierter Disziplinierungsmechanismus zur Verringerung dieser Probleme dargelegt (Kapitel 2). Basierend auf diesen Ausführungen erfolgt eine differenzierte Analyse der genannten Reformvorschläge. Im Mittelpunkt dieser Betrachtung steht die Wirkung auf die Ratingqualität sowie auf die Fähigkeit der Ratingagenturen, ihre Aufgaben zu erfüllen (Kapitel 3). Aus den vorangegangenen Überlegungen werden in Kapitel 4 einige Schlussfolgerungen gezogen.

⁶ Vgl. FROST (2007), S. 470, WHITE (2010), S. 218.

⁷ Vgl. BECK, WIENERT (2010), S. 464.

⁸ So fordert THOMAS STRAUBHAAR eine Entmachtung der Ratingagenturen. Vgl. O.V.(2011A).

2 Funktionen und Probleme von Ratingagenturen

Ratingagenturen haben seit ihrer Gründung zu Beginn des 20. Jahrhunderts auf den Finanzmärkten zunehmend an Bedeutung gewonnen.⁹ Durch die Bereitstellung einer Bonitätseinschätzung eines Fremdkapitalnehmers können die Ratingagenturen einen maßgeblichen Einfluss auf seine Finanzierungsbedingungen nehmen,¹⁰ wenn die Ratings im Rahmen einer Investitionsentscheidung von Anlegern als Entscheidungshilfe¹¹ herangezogen werden.¹² Im Folgenden wird kurz dargelegt, wie ein Rating zu einem Abbau der ex ante und der ex post Informationsasymmetrien mit den daraus resultierenden Gefahren¹³ im Rahmen einer Fremdfinanzierungsbeziehung beitragen kann.¹⁴ Im Abbau von Informationsasymmetrien ist die ökonomische Funktion von Ratingagenturen zu sehen. Zusätzlich wird herausgearbeitet, welche Probleme in diesem Prozess auftreten können.

2.1 Ökonomische Funktion von Ratingagenturen

Damit die Ratingagenturen die Informationsprobleme in einer Fremdfinanzierungsbeziehung vor Vertragsabschluss verringern können, müssen sich ihre Ratings als *Signaling*- oder als *Screening*-Instrument¹⁵ eignen. Wie aus Abb. 1 hervorgeht, erfüllt ein Rating grundsätzlich die Voraussetzungen für diese beiden Instrumente und kann somit die Gefahren der adversen Selektion¹⁶, der Kreditrationierung¹⁷ sowie des Unterbleibens einer für alle Beteiligten vorteilhaften Finanzierungsbeziehung verringern.¹⁸

⁹ Vgl. LEVICH ET AL. (2002), S. 1, SYLLA (2002), S. 33.

¹⁰ Vgl. RUDOLPH (2006), S. 404, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 1.

¹¹ Vgl. THEILACKER (2005), S. 180.

¹² Vgl. HEINKE (2005), S. 163.

¹³ Um die Probleme aus den Informationsasymmetrien zu verringern, entstehen sog. *Agency*-Kosten. Vgl. grundlegend JENSEN, MECKLING (1976), S. 308.

¹⁴ Für eine detaillierte Darstellung der Probleme von Informationsasymmetrien siehe auch SCHÄTZLE (2011A), S. 7.

¹⁵ Für eine detaillierte Darstellung des Ratings als *Signaling* und *Screening*-Instrument siehe SCHÄTZLE (2011A), S. 10-13.

¹⁶ Vgl. grundlegend AKERLOF (1970).

¹⁷ Vgl. grundlegend STIGLITZ, WEISS (1981).

¹⁸ Vgl. grundlegend SPENCE (1976), S. 592, sowie HEINKE, STEINER (2007), S. 689. Empirische Untersuchungen bestätigen die Verringerung des Unsicherheitszuschlags durch ein Rating. Vgl. u.a. HSUEH, LIU (1993), S. 300-301.

	Signaling des Kreditnehmers	Screening des Kreditgebers
Voraussetzungen	• Rating ist öffentlich beobachtbar	
	<ul style="list-style-type: none"> • negative Korrelation zwischen Kreditnehmerbonität und Rating • positiver Nettoeffekt aus Fremdkapitalkostensenkung und Ratinggebühren 	<ul style="list-style-type: none"> • Standardisierung der Kreditnehmerbeurteilung • Klassifizierung des Ratings in Ratingkategorien
Wirkung	<ul style="list-style-type: none"> → Marktseparierung: von einem höheren Rating lässt sich auf bessere Schuldnerbonität schließen → Verringerung des Problems der adversen Selektion, der Kreditrationierung und des Unterbleibens einer Finanztransaktion 	

Abb. 1 Rating als Signaling- und Screening- Instrument

Da ein Rating von den jeweiligen Emittenten beantragt wird, stellt es ein *Signaling*-Instrument dar,¹⁹ durch welches die Fremdkapitalnehmer freiwillig versuchen, ex ante den Informationsstand der Fremdkapitalgeber zu erhöhen.²⁰

Damit die Ratingagenturen neben der Verringerung der ex ante Informationsasymmetrien auch die ex post Informationsasymmetrien in einer Fremdfinanzierungsbeziehung reduzieren können, müssen die Agenturen erstens ein Anreizsystem schaffen, durch welches die Handlungen des Kreditnehmers neben seinen Zielen zugleich die Ziele des Kreditgebers positiv beeinflusst.²¹ Zweitens muss das Rating zur Einschränkung der Schädigungsmöglichkeiten des Kreditnehmers nach Abschluss des Finanzierungsvertrages herangezogen werden können.²² Wie aus Abb. 2 hervorgeht, erfüllen die Ratings auch die Voraussetzungen, um eine wirksamen Reduzierung der ex post Informationsasymmetrien zu ermöglichen. Auf diese Weise kann ein Rating die Gefahren des *Moral Hazards* und des *Hold ups* in einer Fremdfinanzierungsbeziehung verringern.²³

	Anreizsystem	Einschränkung des Handlungsspielraums
Voraussetzungen	• transparente und valide Abbildung der Kreditrisiken	
	<ul style="list-style-type: none"> • Erhöhung der Kapitalkosten bei unzureichender Informationsübermittlung des Kreditnehmers durch schlechteres Rating 	<ul style="list-style-type: none"> • laufende Überwachung des Kreditnehmers durch Ratingagentur (Monitoring)
Wirkungen	<ul style="list-style-type: none"> • Verringerung der Moral Hazard- und Hold up Gefahr 	

Abb. 2 Rating zur Verringerung von ex post Informationsasymmetrien

¹⁹ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 29.

²⁰ Vgl. SPREMANN (1996), S. 721, HEINKE, STEINER (2007), S. 689.

²¹ Vgl. BARNEA ET AL. (1985), S. 27, HEINKE, STEINER (2007), S. 691.

²² Vgl. HEINKE (1998), S. 199, HEINKE, STEINER (2007), S. 691-692.

²³ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 691.

Dabei wirkt der Einfluss eines Ratings auf die Finanzierungskosten eines Unternehmens disziplinierend auf die Informationsübermittlung. Eine unzureichende Übermittlung von bonitätsrelevanten Informationen kann somit durch eine Ratingagentur in Form eines schlechteren Ratings oder durch Zurückziehen eines bereits bestehenden Ratings sowie durch eine Herabstufung sanktioniert werden.²⁴ Da zusätzlich zu diesem Sanktionsmechanismus ein Emittent einer laufenden Überwachung²⁵ durch eine Ratingagentur unterliegt, können die Gefahren der ex post Informationsasymmetrien, des *Moral Hazard* und des *Hold ups* innerhalb einer Fremdfinanzierungsbeziehung reduziert werden.²⁶

Da Finanzierungsbeziehungen anfällig für Informationsasymmetrien mit ihren inhärenten Anreiz- und Allokationsproblemen sind, erfüllen Ratingagenturen eine wichtige Funktion und sind somit wohlfahrtserhöhende Institutionen. Ihre Wirkungen, die der Korrektur eines Marktversagens entsprechen, entfalten sie über die typischen Mechanismen geänderter Anreize. Diese Einschätzung gilt vorerst ohne Berücksichtigung der konkreten Governance der Ratingagenturen und in einem idealtypischen Umfeld. Die Generierung relevanter Informationen ist mit Kosten verbunden. Die konkrete Ausgestaltung der Governance der Ratingagenturen wird diese *Agency*-Kosten ebenso beeinflussen wie die konkreten Inhalte der zu bewältigenden Informationsprobleme. Die Höhe der Kosten kann dazu führen, dass es nur zu einer partiellen Korrektur des Marktversagens oder sogar zu seiner Verstärkung kommt. Dies bildet den Hintergrund für die Probleme mit Ratingagenturen bzw. für eine eingeschränkte Erfüllung ihrer ökonomischen Funktionen, die im nächsten Abschnitt analysiert werden.

2.2 Probleme von Ratingagenturen

Obgleich Ratingagenturen grundsätzlich die Voraussetzungen zur Verringerung der Informationsasymmetrien zwischen Kreditnehmer und -geber erfüllen, ist die Verwendung von Ratings nur dann ökonomisch sinnvoll, wenn die neu entstehenden *Agency*-Kosten die Minderung der *Agency*-Kosten durch ein Rating nicht übersteigen.²⁷ Die folgende Abb.

²⁴ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 691. Zu einer Übersicht des empirischen Zusammenhangs zwischen Rating und Rendite vgl. SCHÄTZLE (2011B), S. 10-15.

²⁵ Ratingagenturen können bei bonitätsrelevanten Veränderungen das Rating eines Emittenten sofort anpassen oder es zu einer weiteren Überprüfung auf die Überwachungsliste setzen. Vgl. DIMITRAKOPOULOS, SPAHR (2004), S. 215.

²⁶ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 692, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 29-30.

²⁷ Vgl. HEINKE (1998), S. 215, WIEBEN (2004), S. 26, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 31.

zeigt die Probleme, die einer effektiven Verringerung der Informationsasymmetrien entgegenstehen können.²⁸

	Abhängigkeit	Ressourceneinsatz	Subjektivität
Ursache	<ul style="list-style-type: none"> • Entlohnung • Nebengeschäfte 	<ul style="list-style-type: none"> • Ratingqualität nicht beobachtbar 	<ul style="list-style-type: none"> • Berücksichtigung qualitative Faktoren
Gefahr	<ul style="list-style-type: none"> • Vergabe guter Ratings zur Erhaltung des Mandats 	<ul style="list-style-type: none"> • Kostensenkung zulasten der Ratingqualität 	<ul style="list-style-type: none"> • Qualitätszugeständnisse zur Erhaltung des Mandats

Abb. 3 Probleme von Ratingagenturen

Wie aus Abb. 3 hervorgeht, besteht die zentrale Gefahr für die Nutzung von Ratings in qualitativ minderwertigen oder nicht zweckadäquaten Ratings. Anreize für eine solche Ratingvergabe können in der privatwirtschaftlichen Organisation der Agenturen mit dem Ziel der einzelwirtschaftlichen Gewinnmaximierung gesehen werden. Einerseits begünstigt die Abhängigkeit der Ratingagenturen von den jeweiligen Emittenten aufgrund der Anreize des *Issuer-Pay-Modells*²⁹ in Kombination mit der Subjektivität der Urteilsfindung die Gefahr von Qualitätszugeständnissen mit der Zielsetzung der Mandatserhaltung.³⁰ Andererseits besteht eine Gefahr für die Ratingnutzer in kostensenkenden Maßnahmen der Ratingagenturen zulasten der Ratingqualität, indem z. B. eine mangelhafte Anpassung der personellen und materiellen Ressourcen an die aktuelle Auftragslage erfolgt.³¹ Können die Ratingagenturen diese Gefahren für einen Investor nicht glaubwürdig beseitigen, so werden deren Ratings bei Investitionsentscheidungen nicht weiter berücksichtigt. Dadurch bleibt ein Abbau des Misstrauens- und Unsicherheitszuschlages bei den Finanzierungskonditionen eines Fremdkapitalnehmers aus.³² Erkennen hingegen die Ratingverwender die angeführten Probleme nicht und verwenden die Ratings dennoch ohne Berücksichtigung der eingeschränkten Qualität, entsteht eine neue Informationsasymmetrie. Zu einer solchen Konstellation kann es auch dadurch kommen, dass die Verwendung von Ratingeinschätzungen gesetzlich-verpflichtend für bestimmte Finanzmarkttransaktionen vorgeschrieben ist.

²⁸ Zusätzlich besteht die Gefahr, dass Ratingagenturen den Zugang zu Insiderinformation zur Verbesserung des eigenen Anlageerfolgs verwenden. Vgl. u.a. SCHÄTZLE (2011A), S. 21-22.

²⁹ Die Problematik der Abhängigkeit wird durch beratende Nebengeschäfte der Agenturen verstärkt. Vgl. HOFFMANN (1991), S. 105, SEC (2003), S. 41, WIEBEN (2004), S. 27, FROST (2007), S. 479, HEINKE, STEINER (2007), S. 694-695, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 31.

³⁰ Vgl. EDERINGTON (1986), S. 37-38, HEINKE, STEINER (2007), S. 697.

³¹ Vgl. WIEBEN (2004), S. 29, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 33.

³² Vgl. WIEBEN (2004), S. 231, HEINKE, STEINER (2007), S. 696.

2.3 Reputationsmechanismus zur Lösung der Probleme

Ein Mechanismus, der die in Kapitel 2.2 beschriebene Probleme für die Ratingnutzer verringern kann, ist die Reputation³³ bzw. die Glaubwürdigkeit einer Ratingagentur.³⁴ Ein solcher marktbasierter Mechanismus kann zur Signalisierung einer funktionsadäquaten Produktion von Ratings herangezogen werden.³⁵ Vor Vertragsabschluss wird durch die Reputation einer Ratingagentur die Wahrnehmung der Interessen der Kapitalgeber durch die Agentur signalisiert. Die Korrektur der Informationsasymmetrien nach Vertragsabschluss wird durch die einzelwirtschaftliche Zielorientierung der Agenturen ermöglicht.³⁶ Da die zukünftigen Erträge von der aktuellen Ratingqualität abhängig sind, werden die Agenturen Handlungen, die nicht im Interesse der Investoren sind, unterlassen.³⁷

Dennoch gibt es Faktoren, die die disziplinierende Wirkung der Reputation auf das Handeln der Agenturen einschränken können.

	Konvergenzanreiz ³⁸	Standardsetzungsfunktion/ Netzwerkeffekte ³⁹	Einbettung in die Regulierung
Bedeutung	<ul style="list-style-type: none"> • unvollkommene Messung der Ratingqualität • Schadenshöhe einer Agentur steigt mit zunehmendem Abstand zum Konkurrenzrating 	<ul style="list-style-type: none"> • Verifizierung des eigenen Kreditwürdigkeitsstandards • hohe Wechselkosten der Ratingnutzer 	<ul style="list-style-type: none"> • Verwendung zur Kapitalmarktregulierung • Beachtung auch bei schlechter Qualität • notwendig für die Platzierung bestimmter Finanztitel
Wirkung	<ul style="list-style-type: none"> • Orientierung an den Ratings der Konkurrenz • keine hohe Bedeutung aufgrund fehlender Konkurrenz und Split Ratings 	<ul style="list-style-type: none"> • wenig sinkende Ratingqualität wirkt sich nicht negativ auf Ratingagentur aus • Konkurrenz um den besten Standard unterbleibt 	<ul style="list-style-type: none"> • Gefahr der Erstellung ungenauer Ratings • Wettbewerbsbeschränkung durch Anerkennungsverfahren • „gesicherte Aufträge“ und damit Möglichkeit zur Abschöpfung von Renten.

Abb. 4 Einschränkung der Wirkung des Reputationsmechanismus

³³ Reputation bezeichnet die auf der Grundlage des Verhaltens eines Transaktionspartners in der Vergangenheit gebildeten Erwartungen eines Individuums hinsichtlich aktuell unbeobachtbarer Charakteristika dieses Partners. Vgl. grundlegend KREPS, WILSON (1982), MILGROM, ROBERTS (1982), SHAPIRO (1983) sowie HAX (1998), S. 129-190.

³⁴ Vgl. CANTOR, PACKER (1994), S. 4, PARTNOY (2002), S. 67-68, KERWER (2005), S. 460, BECKER, MILBOURN (2008), S. 2.

³⁵ Vgl. HEINKE (1998), S. 216.

³⁶ Vgl. SHAPIRO (1983), S. 666, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 36.

³⁷ Vgl. HEINKE (1998), S. 233.

³⁸ Vgl. MERTON, BODIE (1992), S. 93, HEINKE (1998), S. 238-239, STOVER (1996), S. 62, KUHNER (2001), S. 4, GRAS (2003), S. 29.

³⁹ Vgl. KERWER (2001), S. 26, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 37.

Ogleich die Faktoren aus Abb. 4 die Wirksamkeit des Reputationsmechanismus außer Kraft setzen oder einschränken können, können in i) der freiwilligen Beschränkung der Geschäftstätigkeit⁴⁰ sowie ii) der Diversifikation der Kundenstruktur⁴¹ Gründe für den Reputationsaufbau von Seiten der Agenturen gesehen werden.⁴² Durch die Verwendung von Ratings als Element der Finanzmarktregulierung, meist mit der Zielsetzung des Gläubigerschutzes, entsteht diesbezüglich eine weitere Gefahr. Diese besteht in der Schaffung von Anreizen zu einer Verringerung der Ratingqualität, da deren Bedeutung als Wettbewerbsfaktor verringert wird.⁴³

3 Vorschläge zur Verringerung der Schwächen der Ratingagenturen

Ratingagenturen können zwar im Idealmodell die Informationsasymmetrien vollständig beseitigen, nicht jedoch in der aktuellen wirtschaftlichen Realität der Finanzmärkte. Die häufig unterstellte Automatik in der Funktionserfüllung von Ratingagenturen findet nicht statt. Die modelltheoretisch angenommene Informationseffizienz des Finanzmarktes ist in der Realität ebenso wenig vorhanden wie die effiziente Bereitstellung „optimaler Ratings“. Unter optimalen Ratings werden hier jene verstanden, die auf dem Finanzmarkt ein Wohlfahrtsoptimum ohne Informationsdefizite ermöglichen. Ratingagenturen sind also nicht in der Lage, Sicherheit zu liefern, wenn gleich sie Unsicherheit abbauen können. Ratings können daher eine eigenständige Risikoeinschätzung im Rahmen einer Investitionsentscheidung von Anlegern nicht ersetzen, diese jedoch ergänzen und so zu einer Erhöhung der Informationseffizienz auf den Finanzmärkten beitragen.⁴⁴

Ogleich also der skizzierte Reputationsmechanismus sowie andere Faktoren, die den Wettbewerb zwischen Ratingagenturen intensivieren

⁴⁰ Gewinneinbußen aus dem Ratinggeschäft können nicht durch Gewinne aus anderen Geschäftsfeldern ausgeglichen werden. Vgl. MEGGINSON, WEISS (1991), S. 881, HEINKE (1998), S. 236-238.

⁴¹ Dadurch verringert sich die Abhängigkeit der Ratingagentur gegenüber einzelnen Emittenten. Vgl. HEINKE (1998), S. 235-236.

⁴² Vgl. zu einer Darstellung der einzelnen Faktoren SCHÄTZLE (2011A), S. 28-30.

⁴³ Vgl. WHITE (2002a), S. 51-52, GRAS (2003), S. 22-23, KERWER (2005), S. 464-466, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 38.

⁴⁴ Vgl. THEILACKER (2005), S. 178. Ratingagenturen haben im Vergleich zu den Kreditgebern Kostenvorteile bei der Bonitätsanalyse. Eine Übertragung der Aktivitäten zur Verringerung der Informationsasymmetrien auf die Ratingagenturen kann ökonomisch vorteilhaft sein. Vgl. grundlegend DIAMOND (1984) sowie HEINKE, STEINER (2007), S. 693.

auf die Ratingagenturen disziplinierend wirken können, steht das Handeln der Ratingagenturen im Zusammenhang mit der Schuldenkrise in der Europäischen Währungsunion und jener der USA ebenso in der Kritik wie bei der Bewertung von strukturierten Finanzprodukten. Die Klammer der Begründungen besteht in ihrem unzureichenden Beitrag zum Abbau der Informationsasymmetrien. Reformvorschläge mit unterschiedlichen Ansatzpunkten sollen die aufgezeigten Probleme von Ratingagenturen verringern. Die Ansatzpunkte bestehen in der Governance oder in der Regulierung der Ratingagenturen. Die Vorschläge enthalten dabei i) die Bezahlung der Ratings durch die Investoren, ii) diverse Maßnahmen zur Erhöhung des Wettbewerbs zwischen den Anbietern von Ratings,⁴⁵ iii) der Errichtung einer staatlichen anstatt privater Ratingagenturen, dies vorwiegend auf der europäischen Ebene,⁴⁶ iv) eine Haftungsübernahme⁴⁷ durch die Ratingagenturen sowie v) die Einführung bzw. die Intensivierung der staatlichen Regulierung von Ratingagenturen.⁴⁸ Im Folgenden werden diese Vorschläge vorgestellt und analysiert.

3.1 Bezahlung des Ratings durch Investoren

Im Zuge der Aufarbeitung der Finanzmarktkrise 2007/2008 wird vor allem das typische Geschäftsmodell der Ratingagenturen kritisiert. Die Vergütung der Raterstellung durch die beurteilten Kreditnehmer würde zu verstärkten Interessenskonflikten führen, wodurch die Ratingqualität sinken könne.⁴⁹ Diese Problematik soll durch einen Wechsel des Vergütungsmodells der Agentur gelöst werden, in dem die Finanzierung des Ratings durch eine Subskriptionsgebühr der Kapitalgeber erfolgen soll. In diesem Modell würde die Abhängigkeit der Ratingagenturen von den Kapitalnehmern beseitigt werden.⁵⁰ Die Ratingagenturen kämen hingegen in ein Abhängigkeitsverhältnis von den Kapitalgebern, die an qualitativ hochwertigen Ratings interessiert sind. Eine empirische Bestätigung einer schlechteren Ratingqualität aufgrund des *Issuer-Pay*-Modells findet die Analyse von JIANG ET AL. (2010). Die Autoren stellen

⁴⁵ Vgl. O.V. (2011B)

⁴⁶ Vgl. O.V. (2009).

⁴⁷ Vgl. O.V. (2007).

⁴⁸ Vgl. O.V. (2010).

⁴⁹ Vgl. CORTEZ, SCHÖN (2010A), S. 171. Bei der Einführung der Ratingagenturen zu Beginn der 20. Jahrhunderts erfolgte die Bezahlung der Ratings durch die Investoren. Erst zu Beginn der 1970er Jahre werden die Agenturen von den Emittenten für die Raterstellung vergütet. Näheres hierzu siehe CANTOR, PACKER (1994), S. 4.

⁵⁰ Vgl. HEINKE, STEINER (2007), S. 695.

fest, dass S&P vor Einführung des *Issuer-Pay*-Modells im Vergleich zu MOODY'S⁵¹ schlechtere Ratingnoten vergeben und häufigere Herabstufungen durchgeführt hat. Mit dem Wechsel des Vergütungsmodells stellen die Autoren eine i) Erhöhung der Ratingnoten, also eine Verbesserung der Ratings und ii) eine Verringerung der Anzahl von Herabstufungen fest. Dies führen sie auf die Existenz von Interessenkonflikten aufgrund der Bezahlung des Ratings durch den Emittenten zurück. Zusätzlich stellen JIANG ET AL. fest, dass die Ratingqualität mit zunehmenden Gebühren sinkt (zu gute Ratingnoten), welches auf zunehmende Interessenkonflikte bei der Bonitätsbeurteilung großer Emissionen hinweist.⁵² Letztere Beobachtung findet durch die Analyse von HIE ET AL. (2011) eine Bestätigung, die den Einfluss der Emittentengröße auf die Bepreisung von *Mortgage Backed Securities* untersuchen. Dabei stellen die Autoren fest, dass größere Emittenten im Vergleich zu kleinen Fremdkapitalnehmern ein besseres Rating erhalten. Diese Interessenkonflikte werden jedoch gemäß Annahme der Autoren von den Anlegern antizipiert.⁵³ Da somit ein (freiwilliges) Rating die Finanzierungskosten eines Emittenten in geringerem Umfang senkt, verringert sich der Nettogewinn (Senkung der Finanzierungskosten - Ratinggebühr) aus der Ratingbeantragung des Emittenten (im Vergleich zu einer Situation ohne solche Interessenkonflikte). Dadurch besteht für eine Ratingagentur die Gefahr, dass Fremdkapitalnehmer auf die Initiierung eines Ratings verzichten. Infolgedessen obliegt es den Ratingagenturen, die Interessenkonflikte glaubwürdig zu eliminieren.

Ogleich durch die Erhebung einer Subskriptionsgebühr, damit die Bezahlung des Ratings durch die Investoren, die empirisch bestätigten Interessenskonflikte gelöst werden können, stehen folgende Faktoren einer solchen institutionellen Veränderung entgegen:

Ein Rating stellt nach seiner Veröffentlichung ein freies Gut dar. Da somit das Rating nicht nur dem oder den Subskribenten, sondern auch der Allgemeinheit zur Verfügung steht, würde eine Änderung des Vergütungsmodells eine *Free-Rider*-Problematik hervorrufen.⁵⁴ Selbst bei einer möglichen Eliminierung dieser Problematik durch eine Eingrenzung des Nutzerkreises, der für die Bezahlung zuständig wäre, würde sich die Verfügbarkeit von bonitätsrelevanten Kapitalmarktinformationen auf-

⁵¹ Während MOODY'S und FITCH 1970 das *Issuer-Pay*-Modell einführen, änderte S&P bereits 1974 die Gebührenerhebung. Vgl. JIANG ET AL. (2010), S. 4.

⁵² Vgl. JIANG ET AL. (2010), S. 2-4.

⁵³ Vgl. HIE ET AL. (2011), S. 27.

⁵⁴ Vgl. FROST (2007), S. 478-479, HEINKE, STEINER (2007), S. 695.

grund der Einschränkung des Nutzerkreises verringern.⁵⁵ Infolgedessen wäre der Informationsstand der Ratingnutzer von der Anzahl der Subskribenten abhängig, wodurch ein Informationsgefälle zwischen potenziellen Kreditgebern entstehen kann.⁵⁶ Zusätzlich dürfte eine Einschränkung des Nutzerkreises eines Ratings nicht im Interesse eines Kreditnehmers liegen. So profitiert dieser von einer weiten Verbreitung des Ratings, wodurch dessen Bekanntheit und somit die Liquiditäts- und Markttiefe einer Fremdkapitalemission erhöht werden. Infolgedessen kann sich das Platzierungsrisiko einer Neuemission verringern.⁵⁷

Neben diesem möglichen Problem, welches mit der Erhebung einer Subskriptionsgebühr einhergehen könnte, sind neu entstehende Interessenkonflikte im Rahmen eines *Investor-Pay*-Modells zu berücksichtigen. So sind die Investoren i) an konservativen Ratings sowie an ii) einer Konstanz des Ratings während des Anlagezeitraums interessiert. Letzteres wird durch Wertverluste, die eine Herabstufung i.d.R. auslöst, begründet. Infolgedessen besteht die Gefahr, dass Ratings i) einen Bias hin zu schlechteren Ratings aufweisen und ii) es zu einer Minimierung von Herabstufungen im Zuge der laufenden Überwachung eines Kreditnehmers kommt.⁵⁸ Verstärkt werden würde diese Problematik bei der Abhängigkeit von einer bestimmten Investorengruppe, die gewillt ist, verstärkt Einfluss auf das Rating zu nehmen. Bei einer erfolgreichen Beeinflussung der Agentur durch diese Investoren wäre eine weitere Reduzierung oder Verzögerung von Herabstufungen des Ratings eines Kreditnehmers zu befürchten.⁵⁹ Eine Steigerung der Ratingqualität und somit der Informationseffizienz auf dem Kapitalmarkt durch das Erheben einer Subskriptionsgebühr der Kapitalgeber ist also keinesfalls sichergestellt.

Eine weitere Problematik, die mit einer Änderung des Vergütungsmodells verbunden sein kann, ist in einer eventuell verringerten Vergütung der Ratinganalysten zu sehen. Dadurch bestünde die Gefahr des Abwanderns guter Analysten bspw. zu Investmentbanken. Da jedoch die Qualität der Ratings von den Fähigkeiten der Ratinganalysten abhängig ist, könnte dies eine Senkung der Ratingqualität nach sich ziehen.⁶⁰

⁵⁵ Vgl. CORTEZ, SCHÖN (2010A), S. 172.

⁵⁶ Vgl. WIEBEN (2004), S. 28.

⁵⁷ Vgl. HOFFMANN (1991), S. 37, HEINKE, STEINER (2007), S. 695.

⁵⁸ Vgl. UTZIG (2011), S. 13.

⁵⁹ Vgl. UTZIG (2011), S. 13.

⁶⁰ Vgl. FROST (2007), S. 479.

3.2 Steigerung des Wettbewerbs auf dem Ratingmarkt

Ein weiterer Vorschlag, der zu einer Steigerung der Ratingqualität und einer Verringerung der Interessenkonflikte führen soll, wird in einer Erhöhung des Wettbewerbs auf dem Ratingmarkt gesehen. Dieser Markt kann, trotz einer Vielzahl kleiner Ratingagenturen (weltweit zwischen 130-150) als beschränktes Oligopol charakterisiert werden, welcher von den Agenturen MOODY'S, S&P und FITCH dominiert wird.⁶¹ So verfügen MOODY'S und S&P jeweils über einen Marktanteil von ca. 40%, während die Agentur FITCH einen Anteil von ca. 16% vorzuweisen hat.⁶² Der Marktanteil der Nischenanbieter ist somit im Vergleich zu den drei großen Agenturen relativ klein.⁶³ Neben diesem Marktcharakteristikum ist der Markt durch einen nur gering ausgeprägten Wettbewerb unter den großen Agenturen gekennzeichnet.⁶⁴ Diese beiden Merkmale des Marktes werden neben den bereits genannten Faktoren für die mangelnde Qualität der Ratings im Zuge der Finanzmarktkrise verantwortlich gemacht. So wird argumentiert, dass die oligopolistische Marktstruktur und die fehlende Haftung der Agenturen für ihre Bonitätseinschätzungen zu einer Verringerung der Wirkung des Reputationsmechanismus geführt haben.⁶⁵ Durch vorgeschlagene Maßnahmen zur Intensivierung des Wettbewerbs durch die Markteintritte neuer Agenturen, insbesondere auch einer staatlichen oder europäischen Ratingagentur,⁶⁶ soll dabei eine Erhöhung der Ratingqualität erreicht werden. Inwiefern ein erfolgreicher Eintritt neuer Agenturen in den Ratingmarkt überhaupt möglich ist, wird in der aktuellen Diskussion meist nicht beachtet. Es fehlt eine Analyse der Markteintrittsbarrieren. Einer Vielzahl von Ratingagenturen ist in der Vergangenheit entweder der Markteintritt oder die Gewinnung von Marktanteilen nicht gelungen. Dies kann als ein erster Hinweis für die Schwierigkeiten eines erfolgreichen Markteintritts interpretiert werden. Vor diesem Hintergrund wird im Folgenden in einem ersten Schritt analysiert, welche Faktoren einen Markteintritt einer neuen Agentur verhindern oder zumindest erschweren können.⁶⁷ In einem zweiten Schritt erfolgt eine Analyse der Auswirkungen einer Wettbewerbsintensivierung auf die Ratingqualität. Dabei werden die möglichen Probleme eines

⁶¹ Vgl. ESTRELLA ET AL. (2000), S. 14, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 14.

⁶² Vgl. GRAS (2003), S. 15, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 14.

⁶³ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 14.

⁶⁴ Vgl. LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 407-408.

⁶⁵ Vgl. BUSCHMEIER (2008), S. 29-30.

⁶⁶ Näheres zur Forderung der Errichtung einer staatlichen/europäischen Ratingagentur siehe Kapitel 3.3.

⁶⁷ Vgl. UTZIG (2011), S. 12.

Markteintritts nicht berücksichtigt. Abschließend erfolgt zusammenfassend die Beurteilung der Forderung zusätzlicher Ratingagenturen mit dem Ziel, den Wettbewerb auf dem Ratingmarkt zu intensivieren. Insgesamt wird sich herausstellen, dass die positiven Effekte einer Wettbewerbsintensivierung durch zusätzliche Markteintritte oder durch andere Maßnahmen, die aus dem neoklassischen Güter- und Finanzmarktmodell stammen, nicht unreflektiert übernommen werden können, sondern vielmehr auf die besonderen Merkmale des Ratingmarktes abzustellen ist.

3.2.1 Markteintritte neuer Ratingagenturen

Bei der Analyse der Forderung einer Wettbewerbssteigerung bedarf es einer genauen Betrachtung der Marktcharakteristika, die einen möglichen Markteintritt neuer Agenturen erschweren könnten. Abb. 5 stellt dabei vier wettbewerbsbeeinflussende Faktoren dar, die nachstehend näher betrachtet werden.

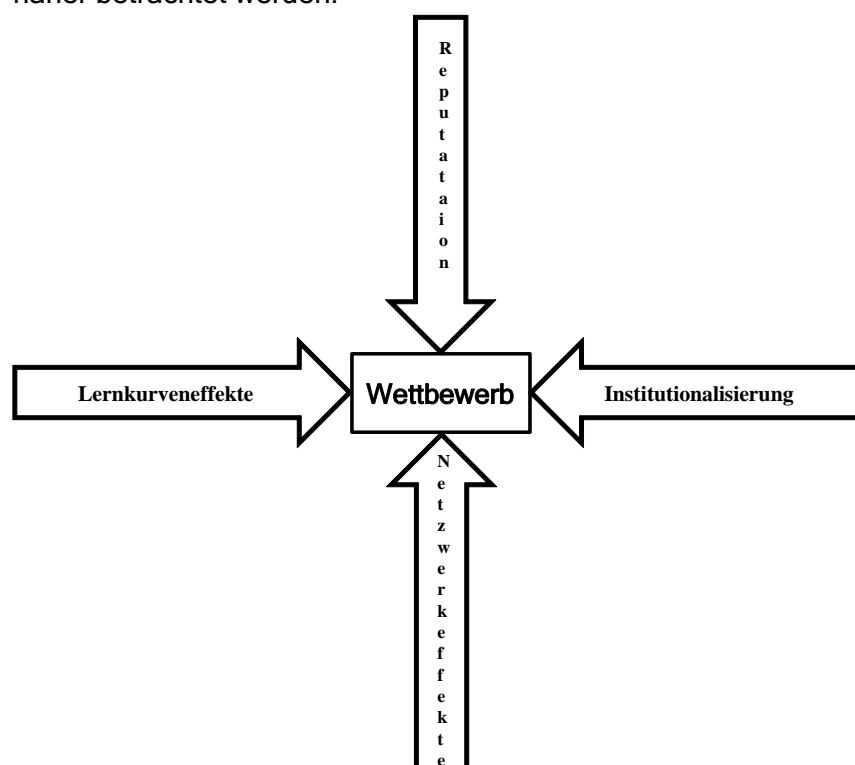


Abb. 5 Markteintrittsrelevante Faktoren

Die Dominanz von MOODY'S, S&P und FITCH kann auf die Merkmale eines Ratings zurückgeführt werden. Da die Ratingqualität für den Ratingnutzer erst ex post beobachtbar ist, stellt ein Rating ein Vertrauensgut dar, welches im Laufe der Zeit durch glaubwürdige und richtige Bonitätseinschätzungen zu einem Erfahrungsgut werden kann. Infolgedessen drückt sich eine über die Zeit hinweg konstante Ratingqualität in der

Reputation einer Ratingagentur aus und beeinflusst somit den aktuellen Wert eines Ratings. Dieser dient, wie in Kapitel 2.3 dargestellt, als Signal für eine glaubwürdige Bonitätseinschätzung und stellt demnach einen bedeutenden Wettbewerbsvorteil einer Ratingagentur dar, die bereits auf dem Markt ist. Da die Reputation das Ergebnis einer langjährigen und häufigen Raterstellung ist, stellt dies für die Ratingagenturen MOODY'S, S&P und FITCH einen *Early-Mover-Advantage* dar. Die Bedeutung der Reputation für die Akzeptanz der Bonitätseinschätzungen ist für neue Agenturen eine erhebliche Markteintrittsbarriere und kann somit der Gewinnung von Marktanteilen einer neuen Agentur entgegenstehen.⁶⁸

Neben dem reputationsbedingten Einfluss auf die Marktstruktur und die Wettbewerbsintensität kann den Netzwerkeffekten und den Wechselkosten eine hohe Bedeutung zugemessen werden. So stellt das Rating einer Ratingagentur für die Investoren einen Kreditrisikostandard dar, so dass ein Abwenden von diesem Standard mit hohen Wechselkosten für die Investoren verbunden wäre. Diese sind bspw. in der Qualitätsunsicherheit einer neuen Agentur zu sehen.⁶⁹ Zusätzlich bevorzugen die Investoren Konsistenz und Vergleichbarkeit der Bonitätseinschätzung, wobei sich der Anlegernutzen mit steigender Ratinganzahl (*Track-Record*) und Verbreitung der Ratings (Netzwerkeffekte) einer Agentur erhöht.⁷⁰ Durch diese Merkmale profitieren neben den Investoren die Emittenten von den positiven Netzwerkeffekten in Form von niedrigeren Finanzierungskosten.⁷¹ Da jedoch das Erreichen einer weiten Verbreitung der Ratings mit hohen Kosten verbunden ist, implizieren diese Netzwerkeffekte *Sunk-Costs*.⁷² Diese Kosten stellen für neue Ratingagenturen wiederum eine hohe Eintrittsbarriere dar, die für einen erfolgreichen Markteintritt erst überwunden werden muss.⁷³

Eine weitere Eintrittsbarriere für neue Ratingagenturen und somit ein Vorteil von bereits etablierten Agenturen resultiert aus Lernkurveneffek-

⁶⁸ Vgl. LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 407-408. Inwiefern ein Reputationsverlust der Agenturen im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 einen Markteintritt neuer Agenturen erleichtert, muss beobachtet werden. Zur empirischen Studie des Reputationsverlusts siehe CATHCART ET AL. (2010), S. 24-25.

⁶⁹ Vgl. KLEY (2004), S. 5-6, LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 408.

⁷⁰ Vgl. KERWER (2002), S. 44, S. 9-10, LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 408.

⁷¹ Vgl. LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 408.

⁷² Vgl. KERWER (2002), S. 44, LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 408.

⁷³ Vgl. LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 408.

ten.⁷⁴ So führen Informationsvorteile bei der Bonitätsbeurteilung aufgrund der langjährigen Erfahrungen zu einer kontinuierlichen Verbesserung der Effizienz eines Ratingsystems. Dadurch kann die Genauigkeit eines Ratings erhöht werden, wodurch die Reputation einer Agentur gesteigert werden kann. Dies begünstigt wiederum eine Erhöhung der Markteintrittsbarrieren neuer Agenturen.⁷⁵ Infolgedessen ist ein erfolgreicher Markteintritt u.a. von der Gewinnung erfahrener Ratinganalysten abhängig. Da jedoch die Ratingagenturen mit den Finanzinstituten um die Ratinganalysten konkurrieren,⁷⁶ ist es für eine neue Agentur herausfordernd, qualitativ hochwertige Analysten zu akquirieren.

Zusätzlich zu diesen Faktoren wird in der regulatorischen Institutionalisierung der Ratings ein weiterer wettbewerbsbeeinflussender Faktor gesehen. Die Einführung einer ratingbasierten Regulierung der Finanzmärkte führt zu einer Beeinflussung des Wettbewerbs. Die Anerkennungspflicht der Ratingagenturen für bankaufsichtsrechtliche und regulatorische Zwecke induziert eine weitere Marktzugangsbarriere. Infolgedessen müssen neue Ratingagenturen gewisse Kriterien erfüllen, um z. B. für die Bestimmung der Mindestkapitalanforderungen der Kreditinstitute herangezogen werden zu können.⁷⁷ Da jedoch einerseits der Ratingmarkt bereits vor der Einführung einer ratingabhängigen Finanzmarktregulierung stark konzentriert war⁷⁸ und andererseits selbst die Anerkennung mehrerer Ratingagenturen für die Verwendung zur Bankenaufsicht nicht zu einer Wettbewerbsintensivierung geführt hat, wird die Bedeutung der übrigen Marktcharakteristika für die oligopolistische

⁷⁴ Vgl. WHITE (2002a), S. 46, WHITE (2002b), S. 38, LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 410, BECK, WIENERT (2010), S. 465, WHITE (2010), S. 217.

⁷⁵ Vgl. LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 410.

⁷⁶ Vgl. HABRICHT, WIELAND (2010), S. 5.

⁷⁷ Vgl. WHITE (2002a), S. 46, KERWER (2002), S. 44-45, LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 408-409. In den USA muss eine Ratingagentur den Status einer *Nationally Recognized Statistical Rating Organisation (NRSOR)* erreichen und im Rahmen von Basel II/III als *External Credit Assessment Institution* anerkannt werden, damit es für die Eigenkapitalhinterlegung der Finanzinstitute herangezogen werden kann. Vgl. u.a. WIEBEN (2004), S. 36-40, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 41-42, WHITE (2010), S. 217. In Deutschland ist das Anerkennungsverfahren in der Solvabilitätsverordnung geregelt, welches sich an den Leitlinien der *European Banking Authority* orientiert. Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (2011) sowie zur Anerkennung einer Agentur in der EU EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2006).

⁷⁸ Vgl. WHITE (2002a), S. 46, LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 409-410.

Marktstruktur verdeutlicht. Die ratingabhängige Finanzmarktregulierung dürfte die Marktstruktur lediglich verstärkt haben.⁷⁹

Neben einer solchen regulatorischen Institutionalisierung der Ratings entwickelte sich im Laufe der Zeit eine sog. „Zwei-Rating-Norm“, die neben den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen auf Richtlinien und Handelsgebräuche der Investoren zurückzuführen ist.⁸⁰ So muss bspw. in den USA bei der Platzierung eines Fremdkapitaltitels dieser mindestens zwei Ratings aufweisen. Da hierfür meist die Ratings von MOODY'S und S&P herangezogen werden, erfolgt dadurch eine weitere Erschwerung des Markteintritts neuer Agenturen.⁸¹

Aufgrund dieser Marktcharakteristika bleiben Zweifel, ob wettbewerbssteigernde Maßnahmen, die den Markteintritt zusätzlicher Ratingagenturen fördern wollen, auch tatsächlich zu einer zunehmenden Anzahl an Ratingagenturen führen können. Zwar stellt die Möglichkeit der Erstellung von unbeauftragten Ratings eine Gelegenheit der Expertisenbildung und somit der Reputationssteigerung dar. Da jedoch MOODY'S, S&P und FITCH mit dem Ziel einer vollständigen Marktabdeckung selbst unbeauftragte Ratings erstellen, um dadurch einem Wechsel eines Emittenten zu einer anderen Ratingagentur entgegenzuwirken,⁸² ist auch diese Möglichkeit eines Markteintritts neuer Agenturen weniger erfolgversprechend als häufig vermutet.

Die skizzierten Marktspezifika stehen somit einem Aufbrechen der oligopolistischen Marktstruktur entgegen und müssen daher in der aktuellen Diskussion um die Wettbewerbsintensivierung durch zusätzliche Ratingagenturen zur Steigerung der Ratingqualität berücksichtigt werden.

3.2.2 Wettbewerb und die Wirkung auf die Ratingqualität

Die Zielsetzung einer Intensivierung des Wettbewerbs wird in einer Erhöhung der Ratingqualität gesehen, indem durch das Aufbrechen der oligopolistischen Marktstruktur die disziplinierende Wirkung der Reputation einer Agentur und damit die Marktkräfte erhöht werden sollen.⁸³

⁷⁹ Aktuell verfügen zehn Ratingagenturen über den NRSRO Status. Vgl. WHITE (2010), S. 222, SEC (2011), S. 3-4.

⁸⁰ Vgl. HILL (2004), S. 61, OECD (2009), S. 24.

⁸¹ Vgl. WHITE (2002b), S. 40, BECK, WIENERT (2010), S. 465. Aufgrund dieser Gegebenheit erfolgt der Wettbewerb unter den Ratingagenturen nicht in einem Markt, sondern um einen Markt. Vgl. HILL (2004), S. 64.

⁸² Ein Beispiel für einen erfolgreichen Markteintritt durch diese Strategie stellt die Ratingagentur DBRS dar. Vgl. LANGOHR, LANGOHR (2008), S. 410.

⁸³ Vgl. BUSCHMEIER (2008), S. 29-30.

Inwiefern jedoch wettbewerbssteigernde Maßnahmen zu einer Erhöhung der Qualität der Bonitätseinschätzungen der Agenturen führen können, wird nun kritisch analysiert. So wird gerade in der oligopolistischen Marktstruktur und in der Marktmacht der drei Agenturen MOODY'S, S&P und FITCH auch ein Vorteil gesehen, der damit begründet wird, dass dies die Objektivität der Raterstellung fördern kann. Begründet werden kann dies dadurch, dass sich durch die Marktmacht der Agenturen ihre Abhängigkeit von den einzelnen Emittenten verringert. Dieser Effekt tritt selbst bei der Vergütung der Agentur durch den jeweiligen Emittenten auf. Es kann also von einem stabilen Zustand ausgegangen werden. Infolgedessen besteht bei zunehmender Konkurrenz die Gefahr, dass die Emittenten jene Agentur beauftragen könnten, die aus Sicht der Kapitalnehmer die besten Ratings (*Rating-Shopping*) vergibt. Da es sich bei den Ratingagenturen um gewinnorientierte Unternehmungen handelt, besteht die Gefahr, dass ein *Rating-Shopping* zu einer Senkung der Anforderungen für gute Ratings führt. In Konsequenz kann auf diese Weise die Entwicklung eines *Race-to-the-Bottom* resultieren, wenn sich aufgrund der Akquisition neuer Mandate ein Wettbewerb unter den Ratingagenturen um die für einen Emittenten besten Ratings einstellen würde.⁸⁴ Einige empirische Arbeiten bezüglich des Einflusses einer Wettbewerbssteigerung auf die Ratingqualität bestätigen diesen theoretisch hergeleiteten Zusammenhang. So zeigen BOLTON ET AL. (2009), dass auf einem monopolistischen Ratingmarkt eine höhere Effizienz als auf einem duopolistischen Markt vorzufinden ist.⁸⁵ Begründet wird dies durch die verringerte Gefahr des *Rating-Shoppings* auf einem monopolistischen Ratingmarkt.⁸⁶ Ferner beobachten BECKER, MILBOURN (2011) durch die Analyse des zunehmenden Marktanteils der Agentur FITCH eine Verschlechterung der Ratingqualität. Zusätzlich dazu stellen sie eine Verringerung sowohl der Korrelation zwischen Rating und der vom Kapitalmarkt implizierten Wertpapierrendite als auch der Ausfallvorhersage ei-

⁸⁴ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 179 sowie zu Modellen der Wettbewerbswirkung auf die Ratingqualität siehe BAR-ISAAC, SHAPIRO (2011), S. 13-15, BECKER, MILBOURN (2011).

⁸⁵ Vgl. BOLTON ET AL. (2009), S. 3. Zusätzlich zeigen die Autoren, dass die Ratingagenturen anfällig für inflationäre Ratings i) bei einem hohen Anteil uninformierter Investoren und ii) wenn die erwarteten Reputationskosten gering sind. Vgl. BOLTON ET AL. (2009), S. 3. Empirisch FRAURE-GRIMAUD ET AL. (2009) fest, dass zunehmender Wettbewerb die Informationsveröffentlichung der Ratingagenturen verringert. Vgl. FRAURE-GRIMAUD ET AL. (2009), S. 235.

⁸⁶ Vgl. BOLTON ET AL. (2009), S. 3. Diese empirische Evidenz ist jedoch nicht ohne weiteres auf den Wandel eines Oligopols in einem Wettbewerbsmarkt übertragbar.

nes Ratings fest.⁸⁷ Dagegen sehen SKRETA, VELDKAMP (2009) im Wettbewerb unter den Ratingagenturen bei der Raterstellung von strukturierten Finanzprodukten lediglich eine Verstärkung des Problems der mangelnden Ratingqualität dieser Produkte. Die Ursache führen die Autoren stattdessen auf die Komplexität dieser Produkte zurück.⁸⁸

Auch die empirische Evidenz liefert also wenig Anhaltspunkte für eine Verbesserung der Ratingqualität durch wettbewerbssteigernde Maßnahmen auf dem Ratingmarkt. Neben der in Kapitel 3.2.1 genannten Problematik, dass Maßnahmen zur Intensivierung des Wettbewerbs aufgrund der Marktspezifika nur schwer umsetzbar sind, ist selbst ein erfolgreicher Markteintritt bezüglich seiner Ergebnisse skeptisch zu betrachten. Der Gefahr einer sinkenden Ratingqualität aufgrund eines stärkeren Wettbewerbs sollte bei den Forderungen nach wettbewerbssteigernden Maßnahmen unbedingt Beachtung geschenkt werden. Sie bedarf auch weiterer theoretischer Überlegungen und empirischer Prüfungen.

3.3 Staatliche/Europäische Ratingagentur

Zwei weitere Vorschläge setzen zwar auch an der Intensivierung des Wettbewerbs an. Es sollen jedoch zusätzliche Ziele mit einer entsprechenden Reform erreicht werden. Erstens geht es um die staatliche Bereitstellung von Ratings. Solche Forderungen zielen auf die Beseitigung der einzelwirtschaftlichen Anreize der Gewinnerzielung durch die privaten Ratingagenturen ab. Zweitens wird argumentiert, dass die Aktivitäten der dominanten Ratingagenturen besser auf die US-Finanzmärkte und deren Regulierung abgestimmt sind und daher zu wenig auf die Besonderheiten der europäischen Unternehmens- und Staatsfinanzierung Rücksicht nehmen. So wird die Gründung einer europäischen Ratingagentur motiviert. Die weiteren Überlegungen gehen von einer Kombination dieser beiden Vorschläge aus, was nicht zwingend ist, jedoch der aktuellen Diskussionspraxis entspricht.

Neben der damit einhergehenden Zielsetzung der in Kapitel 3.2 dargestellten Intensivierung des Wettbewerbs auf dem Ratingmarkt sollen durch die Errichtung einer staatlichen/europäischen Ratingagentur die Probleme aus der Abhängigkeit einer gewinnorientierten Ratingagentur von dem zu beurteilenden Kreditnehmer gelöst werden.⁸⁹ Dabei wird

⁸⁷ Vgl. BECKER, MILBOURN (2011), S. 496.

⁸⁸ Vgl. SKRETA, VELDKAMP (2009), S. 2.

⁸⁹ Vgl. THEILACKER (2009), S. 643-644, BECK, WIENERT (2010), S. 467.

häufig eine Angliederung der staatlichen/europäischen Ratingagentur an die Europäische Zentralbank (EZB) gefordert, da diese bereits eine Bewertungsabteilung für Kreditrisiken unterhält.⁹⁰ Ein Vorteil wird dabei in der hohen Reputation der EZB sowie in ihrer Unabhängigkeit gesehen,⁹¹ wodurch die Markteintrittsbarrieren verringert werden können.

Inwiefern jedoch durch eine staatliche/europäische Ratingagentur die Probleme der i) Abhängigkeit und der ii) Interessenskonflikte gelöst werden könnten, soll hier kritisch betrachtet werden. So ist mit einer regionalen Beschränkung des Aktivitätsfeldes einer europäischen Ratingagentur das Problem einer mangelnden internationalen Akzeptanz der Agentur verbunden. Dies ist vor allem im Hinblick auf die hohe Bedeutung des amerikanischen Marktes zu sehen. Zusätzlich kann eine auf Europa oder die Europäische Union oder die Europäische Währungsunion beschränkte Ratingagentur mit einem Bonitätsbeurteilungsproblem bei internationalen Konzernen konfrontiert sein. Letzteres Argument findet durch die Aktivitäten japanischer Ratingagenturen eine Bestätigung, denen auf den internationalen Kapitalmärkten keine hohe Bedeutung beigemessen wird. Dieses Akzeptanzproblem könnte einerseits durch eine gesetzliche Vorgabe der Berücksichtigung der Bonitätsurteile einer europäischen Agentur gelöst werden. Andererseits kann die Akzeptanz von Ratings lediglich durch die Erstellung einer hohen Ratingqualität erreicht werden, die einen sukzessiven Aufbau von Reputation ermöglicht. Dabei bleibt jedoch ungeklärt, inwiefern eine staatliche Ratingagentur höheren Anreizen zur Erstellung von sorgfältigen und akkuraten Ratings im Vergleich zu privaten Ratingagenturen unterliegen soll und inwiefern es ihr gelingt, ein überlegenes Geschäftsmodell zu entwickeln und die besten Analysten zu attrahieren.⁹² Im Hinblick auf die Bedeutung der Reputation einer Agentur können verschiedene Ausgestaltungsmöglichkeiten einen Markteintritt beeinflussen. Im Rahmen dessen dürfte eine anfängliche Angliederung einer staatlichen Agentur an die Kreditbewertungsabteilung der EZB den Markteintritt erleichtern. Da dadurch die Reputation der EZB genutzt werden kann, weist eine solche Ausgestaltung zu Beginn der Geschäftstätigkeit der Agentur Vorteile gegenüber einer nicht an die EZB angegliederten staatlichen Ratingagentur im Bezug auf einen erfolgreichen Markteintritt auf.

⁹⁰ Vgl. BECK, WIENERT (2010), S. 467, SCHÄFER (2010).

⁹¹ Vgl. BECK, WIENERT (2010), S. 467

⁹² Vgl. BECK, WIENERT (2010), S. 467-468.

Ferner stellt sich bei der Errichtung einer staatlichen/europäischen Ratingagentur die Frage nach der Finanzierung. Erfolgt die Finanzierung der Agentur über die Einnahmen aus dem Ratinggeschäft, so wäre eine staatliche/europäische Ratingagentur mit den gleichen Problemen wie die privat organisierten Agenturen konfrontiert. Infolgedessen könnten die Probleme aus der Abhängigkeit einer Agentur von dem zu beurteilten Fremdkapitalnehmer nicht gelöst werden. Wird dagegen die staatliche/europäische Agentur von den Staaten subventioniert, stellt sich die Frage nach der Erreichung der Marktakzeptanz.⁹³ Zu Beginn der Geschäftstätigkeit könnte durch eine zeitlich beschränkte Ansiedlung einer staatlichen/europäischen Agentur bei der EZB deren Reputation genutzt werden. Inwiefern eine solche Agentur jedoch von der Reputation der EZB profitieren kann, ist besonders durch den möglichen Unabhängigkeitsverlust der EZB im Zuge des Ankaufs von griechischen, italienischen und spanischen Staatsanleihen kritisch zu betrachten. Darüberhinaus besteht bei einer Ansiedlung solch einer Agentur die Gefahr einer weiteren Senkung der politischen Unabhängigkeit der EZB.⁹⁴

Auch wenn anfänglich die Reputation der EZB genutzt werden könnte, bleibt fraglich, inwiefern eine staatliche Finanzierung der Agentur zu mangelnden Aufwendungen bei der Erstellung der Ratingqualität führen kann.⁹⁵ Diese Problematik kann durch Probleme bei der Generierung hochqualifizierter Analysten verstärkt werden. Da eine staatliche/europäische Agentur bei der Akquise von erfahrenen Analysten im Wettbewerb mit privatwirtschaftlich organisierten Ratingagenturen steht, können mögliche monetäre Vergütungsunterschiede der Attrahierung von Fachpersonal entgegenstehen. Verstärkt wird diese Problematik durch die zusätzliche Konkurrenz um die Analysten mit Finanzinstituten. Da die dominanten Ratingagenturen MOODY'S, S&P und FITCH bereits ein Abwandern der Analysten in den Bankensektor beklagen,⁹⁶ ist zweifelhaft, ob eine staatliche/europäische Ratingagentur die Einstellung erfahrener Analysten und einen damit einhergehenden Reputationsaufbau ermöglichen kann.

Neben diesen Einwänden zur Errichtung einer staatlichen/europäischen Ratingagentur müssen die Interessenkonflikte berücksichtigt werden, die möglicherweise bei Bonitätsbewertungen einzelner Staaten auftreten. Im

⁹³ Vgl. BECK, WIENERT (2010), S. 467-468.

⁹⁴ Vgl. BECK, WIENERT (2010), S. 468, HABRICHT, WIELAND (2010), S. 3.

⁹⁵ Vgl. BECK (2010), S. 467-468.

⁹⁶ Vgl. HABRICHT, WIELAND (2010), S. 5.

Falle der Raterstellung von Fremdkapitalemissionen europäischer Staaten besteht die Gefahr der politischen Einflussnahme aufgrund der höheren Fremdkapitalkosten bei schlechteren Ratings oder Herabstufungen. Infolgedessen würde sich das Problem des Interessenkonflikts lediglich auf den Staat verlagern und so die geforderte Erhöhung der Ratingqualität nicht erfüllen. Darüberhinaus können diese Interessenkonflikte dem wichtigen Reputationsaufbau entgegenstehen, wenn die Gefahr einer staatlichen Einflussnahme von den Marktteilnehmern antizipiert wird.⁹⁷

Ferner gibt es weitere politische Gründe, die gegen einen Aufbau einer staatlichen Ratingagentur sprechen. So kann z.B. die Politik von den Investoren für deren Verluste verantwortlich gemacht werden, wenn sich das Rating einer staatlichen Agentur im Laufe der Zeit als nicht korrekt herausstellen sollte.⁹⁸ Infolgedessen stellt sich auch bei einer staatlichen/europäischen Ratingagentur die Frage nach der Haftung bzw. der Kontrolle der erstellten und publizierten Ratings.⁹⁹

Neben der Errichtung einer rein staatlichen Ratingagentur wird die Gründung einer staatlich unabhängigen Stiftung vorgeschlagen, wodurch eine europäische Ratingagentur privat finanziert werden soll. Da die private Finanzierung der Stiftung durch Investoren (europäische Finanzdienstleister, etc.) erfolgen soll, wobei eine Bezahlung der Ratings von Seiten der Anleger vorgeschlagen wird, sollen die Interessenkonflikte zwischen Ratingagentur und Emittenten verhindert werden.¹⁰⁰ Da jedoch die Stiftungsgründer (europäische Finanzdienstleister, etc.) selbst als Investoren auf dem Kapitalmarkt auftreten, können sich daraus erneute Interessenkonflikte ergeben. Da Anleger, wie in Kapitel 3.1 dargestellt, an konservativen Ratings interessiert sind, besteht die Gefahr eines Bias hin zu niedrigeren Ratings sowie eine Verringerung der Anzahl der Herabstufungen. Begründet wird dies durch das Interesse der Investoren, die konstante Bonitätseinschätzungen bevorzugen, da Herabstufungen meist mit Wertverlusten verbunden sind. Infolgedessen ist es fragwürdig, inwiefern eine Finanzierung einer europäischen Ratingagentur durch eine Stiftung die Probleme der Agenturen verringern kann.

⁹⁷ Vgl. BECK, WIENERT (2010), S. 468.

⁹⁸ Vgl. BECK, WIENERT (2010), S. 468.

⁹⁹ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 185.

¹⁰⁰ Vgl. LEE (2011).

3.4 Haftungsübernahme von Ratingagenturen

Neben den bereits vorgestellten Reformvorschlägen wird häufig eine Haftung der Ratingagenturen für ihre Bonitätsbeurteilungen gefordert. Das Ziel dieser Forderung liegt in der Sanktionierung der Ratingagenturen für fehlerhaftes Verhalten, das vor allem in einer schlechten Ratingqualität gesehen wird. Durch eine verpflichtende Haftungsübernahme soll eine Erhöhung der Ratingqualität gewährleistet werden.¹⁰¹

Im Rahmen dieser Forderung muss zunächst betrachtet werden, inwiefern eine Haftungsgrundlage zwischen Ratingagenturen und den Emittenten sowie Investoren gegeben ist.¹⁰² Bei beauftragten Ratings entsteht zwischen einer Ratingagentur und dem Fremdkapitalnehmer ein rechtliches Vertragsverhältnis. Die für eine Ratingagentur daraus entstehenden Pflichten liegen in der Erstellung einer Bonitätseinschätzung durch die Analyse von relevanten Markt- und Unternehmensdaten des jeweiligen Emittenten. Diese Bonitätseinschätzung soll Auskunft über die Fähigkeit eines Emittenten geben, die aus einem Fremdkapitaltitel resultierenden Verpflichtungen (Zins und Tilgung) termingegenau und in vollem Umfang nachkommen zu können.¹⁰³ Da somit der Fokus der Analyse auf die Zukunft gerichtet und dadurch prognoseorientiert ist, kann ein Rating gegenüber den Kreditgebern rechtlich einer Anlageberatung gleichgestellt werden. So weisen die Ratingagenturen darauf hin, dass deren Urteil lediglich eine Einschätzung über die zukünftige Zahlungsfähigkeit eines Kreditnehmers darstellt. Infolgedessen beschränkt sich die Haftung der Ratingagenturen gegenüber den Ratingnutzern für deren Bonitätseinschätzung auf das Vorliegen eines eindeutigen Missbrauchs (bei Vorliegen eines nicht neutralen, objektiven, sachkundigen und sorgfältig durchgeführten Ratingverfahrens) bei deren Raterstellung.¹⁰⁴ Diese Argumentationsweise wurde bislang von den amerikanischen Gerichten anerkannt und angewandt,¹⁰⁵ sodass eine Ratinghaftung aus juristischer Sicht bisher ausgeschlossen wurde.

Zusätzlich zu dieser Gegebenheit stellt sich die Frage, inwiefern das deutsche Recht auf ausländische Ratingagenturen Anwendung finden

¹⁰¹ Vgl. KRIMPHOVE, KRUSE (2005), S. 413.

¹⁰² Vgl. KRIMPHOVE, KRUSE (2005), S. 414-415, BUSCHMEIER (2011), S. 175 sowie zu einer detaillierten Darstellung der Rechtsbeziehung zwischen Ratingagentur und Emittenten und Investoren siehe LEMKE (2007), S. 611-626.

¹⁰³ Vgl. KRIMPHOVE, KRUSE (2005), S. 414-416, BUSCHMEIER (2011), S. 174-175.

¹⁰⁴ Vgl. REIDENBACH (2006), S. 374, BUSCHMEIER (2011), S. 174-175.

¹⁰⁵ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S. 40.

kann.¹⁰⁶ So wurde eine Klage gegen die Ratingagentur MOODY'S durch das Landgericht Frankfurt am Main als unzulässig zurückgewiesen. Begründet wurde dieses Urteil damit, dass sich die internationale Zuständigkeit auf die USA bezieht, obgleich die Agentur in Frankfurt ein Büro unterhält.¹⁰⁷

Neben diesen juristischen Problemen einer Haftung durch die Ratingagenturen bestünde die Gefahr einer steigenden Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme, selbst wenn von Seiten einer Ratingagentur kein Fehlverhalten vorliegt. Die Sanktionierung der Ratingagentur über die Haftung für ihre Bonitätsurteile könnte zu einer Einschränkung der Raterstellung führen, obgleich aufgrund des Prognosecharakters die Probleme nicht gemindert werden könnten. Speziell bei risikoreichen Emissionen könnte die Haftungsverstärkung einer Raterstellung entgegenwirken. Dadurch würde sich die Verbreitung der Ratings verringern und somit einem Abbau der Informationsasymmetrien innerhalb einer Fremdfinanzierungsbeziehung entgegenstehen.¹⁰⁸ Besonders problematisch ist dies bei kleinen und mittleren Emissionen zu sehen, die ein höheres Risiko aufweisen, da in diesem Bereich die Informationseffizienz aufgrund eines geringen medialen und öffentlichen Interesses niedriger ist.¹⁰⁹ Zusätzlich würden sich durch eine verringerte Verbreitung der Ratings das Platzierungsrisiko neuer Emissionen sowie die Fremdkapitalkosten erhöhen.

Da durch die Einführung einer Ratinghaftung eine Verbesserung der Ratingqualität nicht gewährleistet werden kann,¹¹⁰ ist eine Haftungsausweitung für die Bonitätsurteile von Ratingagenturen kritisch gegenüber zu stehen. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass für zahlreiche Finanztransaktionen Ratings verpflichtend vorgesehen sind.

3.5 Staatliche Regulierung/Aufsicht von Ratingagenturen

Neben den skizzierten Reformvorschlägen zur Verringerung der Probleme durch die Verwendung von Ratings wird zunehmend eine (stärke-

¹⁰⁶ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 174.

¹⁰⁷ Vgl. O.V. (2011c).

¹⁰⁸ Vgl. RANDOW (1996), S. 559, WAPPENSCHMIDT (2009), S. 40.

¹⁰⁹ Gem. dem Modell von HO, MICHAELY (1988) weisen weniger gehandelte und kleine Unternehmen eine geringe Informationseffizienz auf. Vgl. HO, MICHAELY (1988), S. 53.

¹¹⁰ Vgl. WAPPENSCHMIDT (2009), S.40. Die strengen und detaillierten Anforderungen an die Raterstellung der Agenturen durch die EU VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN impliziert möglicherweise ein Haftungsrisiko für die Ratingagenturen. Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 175-176 sowie Kapitel 3.5.

re) staatliche Regulierung von Ratingagenturen gefordert, die deutlich über die in der Vergangenheit praktizierte Selbstregulierung hinausgeht. Generell kann eine Regulierung durch i) das Vertrauen auf selbstregulierende Faktoren und durch ii) die Institutionalisierung einer staatlichen Regulierung, die anhand von Gesetzen die Aktivitäten der Agenturen kontrolliert, erfolgen. Ferner lässt sich die Selbstregulierung in i) die disziplinierende Wirkung der Reputation, ii) die Haftung der Ratingagenturen,¹¹¹ sowie in iii) die Errichtung von Verhaltenskodizes untergliedern.¹¹² Da i) und ii) bereits in Kapitel 2.3 und 3.4 dargestellt wurden, werden im Folgenden einerseits die Selbstregulierung der Agenturen durch Verhaltenskodizes und andererseits eine staatliche Regulierung betrachtet.

Neben den Forderungen zur staatlichen Regulierung durch Gesetze wird selbstverpflichtenden Ansätzen zur Erstellung ordnungsgemäßer Ratings ein hoher Stellenwert beigemessen. Sie standen bis zur Finanzmarktkrise im Vordergrund. So veröffentlichte die *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) bereits im Jahre 2004 aufgrund der Kritik der Agenturen im Zuge der Insolvenz von ENRON und WORLDCOM einen Verhaltenskodex für Ratingagenturen, den diese in ihre eigenen Kodizes implementieren sollten.¹¹³ Zentrale Ziele dieses Kodex sind in i) der Sicherung der Qualität, Integrität und Transparenz bei der Raterstellung, ii) der Gewährleistung der Unabhängigkeit der Agenturen sowie iii) der Vermeidung von Interessenkonflikten zu sehen.¹¹⁴ Obgleich die Inhalte des Verhaltenskodex die Qualität und Transparenz des Ratings verbessern dürften, wird ein großes Defizit in der mangelnden rechtlichen Verbindlichkeit dieser Kodizes gesehen.¹¹⁵ Aufgrund der freiwilligen Umsetzung erfolgt keine rechtliche Institutionalisierung dieses Kodex, so dass ein Nichtbeachten bzw. eine Abänderung einzelner Elemente keine Konsequenzen für die jeweilige Ratingagentur auslöst.¹¹⁶ Dennoch kann durch eine effektive Umsetzung des Verhaltenskodex die Transparenz und die Qualität der Ratings verbessert werden. Dies gilt vor allem dann, wenn er die Reputation der Agenturen und ihrer

¹¹¹ Die Haftungsverpflichtung stellt eine staatliche Regulierung dar.

¹¹² Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 182.

¹¹³ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 183, UTZIG (2010), S. 7.

¹¹⁴ Vgl. RICHTER (2010), S. 522. Weichen die Agenturen von dem Kodex ab, müssen sie diese Abweichung erklären (*comply or explain*). Vgl. UTZIG (2010), S. 7. Nach den aufgedeckten Schwächen der Ratingagenturen im Zuge der Finanzmarktkrise wurde dieser Kodex überarbeitet. Vgl. BECKER (2010), S. 942. Zur überarbeiteten Version des Kodex siehe IOSCO (2008).

¹¹⁵ Vgl. MEYER (2006), S. 148.

¹¹⁶ Vgl. MEYER (2006), S. 148, BUSCHMEIER (2011), S. 183.

Ratings beeinflusst. Selbstverständlich kann ein Verhaltenskodex einen vollumfänglichen Investorenschutz nicht gewährleisten.¹¹⁷

Einen Schritt weiter geht die Europäische Kommission. Im Zuge der Aufarbeitung der Finanzmarktkrise 2008 sieht sie durch eine freiwillige Einhaltung des IOSCO Verhaltenskodex einerseits eine mangelnde Möglichkeit der Zurückgewinnung des Vertrauens der Märkte. Andererseits kann nach der Meinung der EU-Kommission solch eine Selbstregulierung die Strukturmängel des Ratingmarktes nicht beheben. Infolge dieser Erkenntnis wurde eine EU-Ratingverordnung verabschiedet,¹¹⁸ wodurch die Ratingagenturen in Europa erstmalig einer staatlichen Aufsicht unterworfen werden. Die Zielsetzung dieser Verordnung liegt dabei in i) der Vermeidung bzw. angemessenen Handhabung von Interessenkonflikten,¹¹⁹ ii) der Einhaltung von Qualitätsstandards¹²⁰ sowie iii) der Steigerung der Transparenz¹²¹ des Ratingverfahrens.¹²² Die Inhalte der unterschiedlichen Zielsetzungen dieser Verordnung müssen dabei differenziert betrachtet werden. Auf der einen Seite sind die operationellen Anforderungen bzgl. der Vermeidung bzw. Handhabung von Interessenkonflikte durch u.a. i) eine Trennung zwischen dem Ratinggeschäft und den Beratungsleistungen, ii) eine Einführung eines Rotationsprinzips für Ratinganalysten und iii) die Sicherstellung der Unabhängigkeit der Vergütung der Ratinganalysten als positiv zu betrachten. Während i) zu einer Steigerung der Objektivität der Raterstellung führen dürfte, werden durch ii) und iii) mögliche Interessenkonflikte verringert.¹²³ Auf der anderen Seite sind die Vorgaben zur Erhöhung der Ratingqualität kritisch zu betrachten. Neben personellen Anforderungen bzgl. der Qualität und Kenntnisse der Ratinganalysten¹²⁴ werden durch die EU-Ratingverordnung Vorschriften zur i) Analyse und Qualität bzgl. der einem Rating zugrundeliegenden Informationen und ii) bzgl. der Methoden der Raterstellung¹²⁵ vorgegeben.¹²⁶ Dabei ist ein Abweichen mit monetären Sanktionen, die die einzelnen Mitgliedsstaaten selbst festlegen,¹²⁷ verbunden.¹²⁸ Da die Höhe der Sanktionen, die in deutsches

¹¹⁷ Vgl. MEYER (2006), S. 148.

¹¹⁸ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 134-135.

¹¹⁹ Vgl. EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2009), Art. 6-7.

¹²⁰ Vgl. EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2009), Art. 7-8

¹²¹ Vgl. EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2009), Art. 8.

¹²² Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 135, 177-178.

¹²³ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 137-138.

¹²⁴ Vgl. EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2009), Art. 7 Abs. 1.

¹²⁵ Vgl. EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2009), Art. 8 Abs. 3.

¹²⁶ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 138-139.

¹²⁷ Vgl. EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2009), Art. 36 Abs. 1.

Recht implementiert wurden, im Vergleich zu den Umsätzen der Ratingagenturen gering sind,¹²⁹ bleibt abzuwarten, inwiefern dadurch eine disziplinierende Wirkung auf die Raterstellung ausgeht. Ferner ist die Einführung von Vorgaben zur Bonitätsbewertung (streng, systematisch, beständig) als kritisch zu betrachten. Bei solch einer qualitativen Forderung durch eine staatliche Aufsicht stellt sich generell die Frage, inwiefern solch eine Kontrollinstanz einen besseren Sachverstand über die Methodik der Raterstellung aufweist als erfahrene Ratinganalysten. Zusätzlich zu diesem qualifikatorischen Aspekt besteht auch hierbei, wie in Kapitel 3.3 dargelegt, die Gefahr der politischen Einflussnahme. Insbesondere bei der Erstellung eines Länderratings, gilt es diesen Interessenkonflikt zu beachten.¹³⁰ Allerdings kann durch eine genaue und strenge materielle Anforderung an die Ratingmethodik die zivilrechtliche Haftung der Agenturen erleichtert werden.¹³¹ Da ein Rating, wie in Kapitel 3.4 dargelegt, eine Prognose bzgl. der Bonität eines Emittenten darstellt, ist einer Haftung jedoch kritisch gegenüberzustehen.¹³² Da jedoch die EU-Ratingverordnung ein ausschließliches Abstellen auf die Bonitätseinschätzungen der Agenturen verneint und das Erstellen eigener Investitionsanalysen fordert, bleibt abzuwarten, inwiefern dadurch eine juristisch-verbindliche Haftung der Agenturen ausgeschlossen werden kann.¹³³ Daneben ist die Forderung einer eigenen Investitions- und Risikoanalyse der Anleger als positiv zu bewerten, da sie die Verbindlichkeit relativiert sowie die eingeschränkte Aussage eines Ratings in den Vordergrund stellt.

Neben diesen inhaltlichen Bestimmungen der EU-Ratingverordnung unterliegen die Ratingagenturen einer Registrierungspflicht, wenn deren Bonitätseinschätzungen zu regulatorischen Zwecken innerhalb der EU herangezogen werden.¹³⁴ Da die Grundlage für diese Berechtigung das Vorweisen eines Sitzes einer Ratingagentur in der EU ist, erfolgt durch diese Verordnung eine Bevorzugung derjenigen Ratingagenturen, die

¹²⁸ Vgl. CORTEZ, SCHÖN (2010B), S. 228-229.

¹²⁹ Das Bußgeld umfasst in besonders schweren Fällen bis zu 1 Million Euro, bei milder schweren Verstößen 200.000 €. Vgl. AUSFÜHRUNGSGESETZ ZUR EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2010), S. 13 sowie zu den genauen Verstößen siehe WPHG (2011) Art. 39 Abs. 2a. Der Jahresumsatz 2010 von MOODY'S betrug dagegen rd. 2032 Mio. Dollar. Vgl. MOODY'S (2010), S. 27.

¹³⁰ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 183-184.

¹³¹ Vgl. RICHTER (2010), S. 539, BUSCHMEIER (2011), S. 141-142.

¹³² Näheres zur Haftung der Ratingagenturen siehe Kapitel 3.4.

¹³³ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 141.

¹³⁴ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 135, 177-178.

bereits eine Niederlassung in der EU vorweisen können. Da MOODY'S, S&P und FITCH diese Anforderung bereits erfüllen, werden sie durch diese Verordnung begünstigt.¹³⁵ Neben dieser Registrierungspflicht müssen die Agenturen in den USA bereits seit 1975 Anforderungen der *SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC)* erfüllen, um den *Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)* Status zu erlangen, sodass sie für regulatorische Zwecke herangezogen werden dürfen.¹³⁶ Obgleich durch die Implementierung von Anforderungen für die Registrierung der Ratingagenturen eine Harmonisierung der Ratingstandards ermöglicht wird,¹³⁷ verstärkt die Pflicht zur Registrierung die Konzentration auf dem Ratingmarkt.¹³⁸ Infolgedessen wirkt diese Maßnahme der Forderungen nach einer Steigerung des Wettbewerbs auf dem Ratingmarkt entgegen.

Zusätzlich besteht durch die ratingabhängige und ratingorientierte Finanzmarktregulierung die Gefahr, dass bei einem Verlust des *Investment-Grade-Ratings* eines Wertpapiers umfangreiche Verkaufsprozesse ausgelöst werden (*Cliff-Effekte*) und diese so zu einer Verstärkung eines realwirtschaftlichen Abschwungs und/oder des Platzens einer Finanzmarktblase beitragen können.¹³⁹ Begründet werden kann dies dadurch, dass ein *Investment-Grade-Rating* durch die gesetzliche Vorschrift eine Anlagebedingung darstellt.¹⁴⁰ Durch diese Anlagerestriktion besteht die Gefahr, dass einem Rating innerhalb einer Investitionsentscheidung gesetzlich vorgeschrieben zu viel Gewicht beigemessen wird, was einen Verzicht einer eigenständigen Investitionsanalyse nicht nur wahrscheinlich macht, sondern entsprechende Verkaufs- (oder Kaufs-) aktivitäten bei einer Ratingänderung systemimmanent hervorruft. Da ein Rating jedoch lediglich eine Entscheidungshilfe darstellen kann, sollte eine staatliche Regulierung von Ratingagenturen Maßnahmen mit Anreizen enthalten, die die Eigenverantwortung der Investoren bei einer Anlageent-

¹³⁵ Vgl. BUSCHMEIER (2011), S. 136.

¹³⁶ Vgl. UTZIG (2010), S. 7-8. Als zentrales Anerkennungskriterium zur Erlangung des NRSRO Status wurde bis in das Jahr 2007 die Marktanerkennung der Agentur herangezogen. Dies erschwerte den Markteintritt neuer Agenturen erheblich. Vgl. RICHTER (2010), S. 524-525.

¹³⁷ Vgl. UTZIG (2010), S. 17.

¹³⁸ Zur regulatorischen Einbettung der Ratingagentur siehe Kapitel 3.2.1.

¹³⁹ Vgl. UTZIG (2011), S. 10.

¹⁴⁰ So sind Versicherungen und Pensionsfonds bei der Anlage des gebundenen Vermögens auf ein *Investment Grade-Rating* beschränkt. Lediglich 5% der Kundengelder dürfen Versicherungen und Pensionsfonds in Anlagen investieren, die ein geringeres Rating aufweisen. Vgl. BAFIN RUNDSCHREIBEN 4/2011, B. 4.3.

scheidung stärken.¹⁴¹ Die Forderung der Eliminierung einer ausschließlichen ratingabhängigen Eigenkapitalhinterlegung ist hierbei positiv zu bewerten.¹⁴² Dadurch wird einerseits die Eigenverantwortlichkeit der Investoren bei Anlageentscheidungen gestärkt, wodurch die Verwendung eines Ratings wieder auf seine Funktion als Entscheidungshilfe reduziert werden kann.¹⁴³ Andererseits kann dadurch zusätzlich das Herdenverhalten bei Verlust des *Investment-Grade*-Ratings eines Wertpapiers verringert werden.¹⁴⁴

4 Schlussfolgerung

Die Zielsetzung dieses Beitrags lag in der ökonomischen Analyse der aktuellen Reformforderungen und -vorschläge für die im Zuge der jüngsten Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise in Kritik geratenen Ratingagenturen. Zu diesem Zweck wurde in einem ersten Schritt die ökonomische Funktion der Ratingagenturen, die in einer Reduzierung der Informationsasymmetrien in einer Fremdfinanzierung zu sehen ist, dargelegt. Dabei muss beachtet werden, inwiefern die Abhängigkeit einer Ratingagentur von den jeweiligen Emittenten in Kombination mit der Subjektivität der Urteilsfindung die Ratingqualität negativ beeinflusst. Obgleich der Reputationsmechanismus zur Verringerung dieser Problematik geeignet ist, ist es nicht ausreichend, die Finanzmarktregulierung von Ratingagenturen auf die Wirkung dieses marktbasierten Regulierungsmechanismus zu beschränken. Auf diesen Erkenntnissen aufbauend wurden die aktuellen Reformvorschläge genauer analysiert. Abb. 6 zeigt die einzelnen Reformvorschläge, ihre Zielsetzung sowie die Ergebnis der kritischen Analyse der Forderungen. Diese können von den beabsichtigten Wirkungen abweichen.

¹⁴¹ Da durch Basel II Staatsanleihen der OECD Länder als risikolos eingestuft wurden, wurden Anreize für die Banken gesetzt ihre liquiden Mittel in die bonitätsschwächsten europäischen Staatsanleihen anzulegen. Vgl. UTZIG (2011), S. 10.

¹⁴² Vgl. FINANCIAL STABILITY BOARD (2010).

¹⁴³ Vgl. zu den Funktionen der Ratings Kapitel 2.

¹⁴⁴ Vgl. UTZIG (2011), S. 10-11.

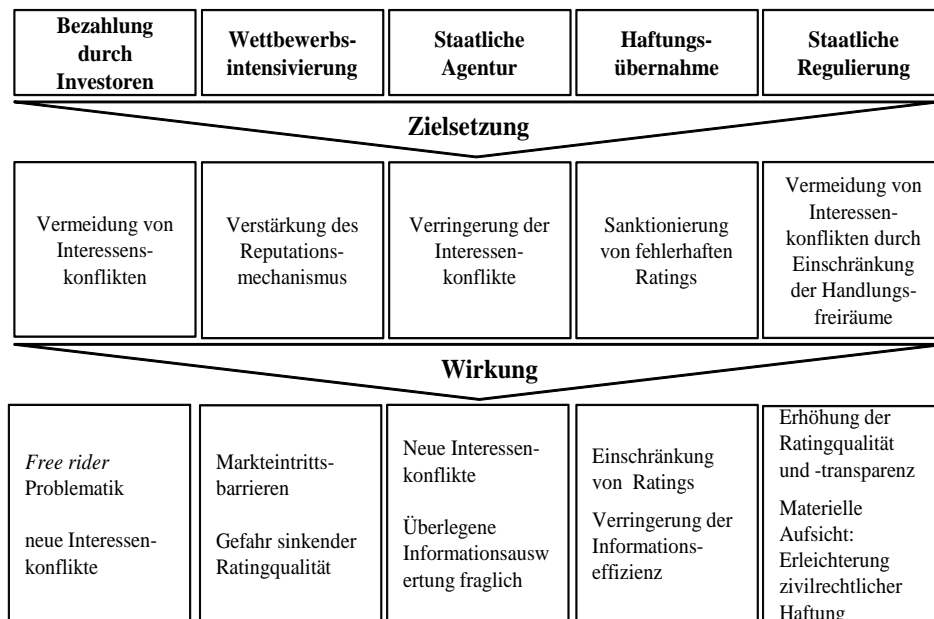


Abb. 6 Analyse der Reformvorschläge

Obgleich die Kritik an den Ratingagenturen im Zuge der Finanzmarktkrise 2008 durchaus begründet und begründbar ist, sind auch die Reformvorschläge kritisch zu betrachten. Während eine Veränderung des Vergütungsmodells zu schlechteren Ratings sowie zu einer Verringerung von Herabstufungen aufgrund von Interessenkonflikten zwischen Ratingagentur und Investoren führen kann, ist durch eine Wettbewerbsintensivierung eine sinkende Ratingqualität nicht auszuschließen. Der Errichtung einer staatlichen/europäischen Ratingagentur stehen neu auftretende Interessenkonflikte bei der Erstellung von Länderratings sowie von Kompetenzdefiziten gegenüber privaten Agenturen entgegen, die eine höhere Ratingqualität zweifelhaft erscheinen lässt. Ferner kann die Implementierung einer Haftungsübernahme die Raterstellung und dadurch die Informationseffizienz auf den Finanzmärkten verringern. Dagegen ist die Einführung einer staatlichen Regulierung/Aufsicht von Ratingagenturen deutlich differenzierter zu sehen. Einerseits sind gesetzliche Vorgaben zur Bonitätsbewertung aufgrund der Frage nach einem höheren Sachverstand der Kontrollinstanz gegenüber den Ratingagenturen sowie der politischen Einflussnahme, vor allem im Zuge von Länderratings, kritisch zu betrachten. Dies ist jedoch kein spezielles Problem der Regulierung von Ratingagenturen, sondern gilt für jede staatliche Regulierungsmaßnahme. Die aufgezeigten Informationsasymmetrien und ihre Konsequenzen legen eine staatliche Regulierung nahe, die die bisherige Selbstregulierung ergänzt. Kritisch ist die konkre-

te Ausgestaltung der einzelnen Regeln zu betrachten, vor allem dann, wenn Details der Ratingmethodik vorgegeben werden sollen.

Andererseits sind durch verbindliche Verhaltenskodizes sowie durch regulative Vorgaben i) zur Steigerung der Transparenz und Objektivität des Ratingverfahrens und ii) zur Verringerung von Interessenkonflikten Verbesserungen zu erwarten. Obgleich dadurch eine Erhöhung der Ratingqualität zu erwarten ist, können Ratings den Anlegern auf einem durch Informationsasymmetrien gekennzeichneten Kapitalmarkt nie Investitionssicherheit liefern. Daher sollten im Mittelpunkt der aktuellen Diskussion die Funktionen von Ratingurteilen und -agenturen stehen, die tatsächlich erfüllt werden können. Es ist wichtig, dafür zu sensibilisieren, dass die Erwartungen einer unbedingten Prognose nicht erfüllbar sind und Ratings nur ein Element einer Investitionsentscheidung darstellen sollten: Ratings stellen Entscheidungshilfen bei der Analyse von Investitionsmöglichkeiten dar. Eine eigene Anlageanalyse können sie hingegen nicht ersetzen. Eine überzogene Erwartungshaltung von Investoren ist nicht zuletzt durch Anlagevorschriften und Finanzmarktregulierungsvorschriften gefördert worden, die Ratings für einzelne Transaktionen zwingend vorschreiben und Vorgaben für die erforderlichen Mindest-Ratingurteile machen. Auf diese Weise entstehen eine folgenreiche Abhängigkeit von Ratingagenturen sowie ein Einfluss auf die Anreize für die Ratingagenturen.¹⁴⁵ In Verbindung mit dem Faktum, dass optimale Ratings vor den aktuellen Rahmenbedingungen nicht möglich sind, verstärken diese Rahmenbedingungen sowohl Fehlleistungen von Ratingagenturen, also eine schlechte Ratingqualität, als auch strukturelle Defizite. Diese bestehen darin, dass hohe *Agency*-Kosten dazu führen können, dass die Aktivitäten der Ratingagenturen nicht oder nur wenig zur Verringerung der Informationsasymmetrien auf den Finanzmärkten beitragen. Eine realistische Einschätzung der idealtypischen Funktionen von Ratingagenturen im Vergleich zu ihren konkreten Möglichkeiten durch die Finanzmarktteilnehmer setzt nicht nur die Prüfung eines staatlichen Regulierungsbedarfs und der adäquaten -inhalte voraus, sondern ebenso die Hinterfragung der staatlich angeordneten Verwendung von Ratings. Kurz zusammengefasst ergeben sich als Schlussfolgerung aus der Analyse der aktuellen Reformvorschläge für Ratingagenturen erstens die Notwendigkeit einer realistischen Einschätzung der Möglichkeiten eines Ratings, zweitens die Überprüfung aller Bestimmungen für verpflichtende Ratings und drittens die Identifikation von staatlichen Re-

¹⁴⁵ Vgl. dazu auch STRAUBHAAR (2011) und die folgende Diskussion.

gulierungsinhalten auf europäischer oder globaler Ebene, die positive Anreize für die Ratingagenturen enthalten und auf diese Weise die Ratingqualität verbessern. Dabei sollte die Orientierung nicht länger an der Erreichbarkeit von Sicherheit in Finanzierungsbeziehungen erfolgen.

Literaturverzeichnis

- AKERLOF, G.A. (1970): The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: The Quarterly Journal of Economics, Jg. 84, H. 3, S. 488-500.
- AUSFÜHRUNGSGESETZ ZUR EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2010): Ausführungsgesetz zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung). Online verfügbar unter http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_1928/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/Aktuelle__Gesetze/Gesetzentwuerfe__Arbeitsfassungen/Gesetzentwurf__Ratingagenturen__anl,templateId=raw,property=publicationFile.pdf, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- BAAR-ISAAC, H./ SHAPIRO, J. (2010): Ratings Quality over the Business Cycle. Online verfügbar unter <http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1748/papers/Shapiro.pdf>, zuletzt geprüft am 08.08.2011.
- BAFIN RUNDSCHREIBEN 4/2011: Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/cln_179/nn_724174/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Rundschreiben/2011/rs__1104__anlr__va.html, zuletzt geprüft am 24.08.2011.
- BARNEA, A./ HAUGEN, R.A./ SENBET, L.W. (1985): Agency Problems and Financial Contracting. Englewood Cliffs.
- BECK, H./ WIENERT H. (2010): Brauchen wir eine europäische Rating-Agentur? Funktionsprobleme des Rating-Marktes und ein alternativer Lösungsvorschlag. In: Wirtschaftsdienst, Jg. 90, H. 7, S. 464-469.
- BECKER, F. (2010): Die Regulierung von Ratingagenturen. In: Der Betrieb, Jg. 63, H. 17, S. 941-945.
- BECKER, B./ MILBOURN, T. (2011): How did Increased Competition Affect Credit Ratings? In: Journal of Financial Economics, Jg. 101, H. 3, S. 493-514.
- BECKER, B./ MILBOURN, T.. (2008): Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry. Harvard Business School Working Paper. Online verfügbar unter <http://www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf>, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- BOLTON, P./ FREIXAS, X./ SHAPIRO, J. (2009): The Credit Ratings Game. In: NBER Working Paper Series, Nr. 14712. Online verfügbar unter <http://www.nber.org/papers/w14712.pdf>, zuletzt geprüft am 02.08.2011.
- BUSCHMEIER, A. (2008): Modell zur Förderung des Wettbewerbs und der Transparenz auf dem Ratingmarkt unter Berücksichtigung der Besonderheiten der deutschen Bankenstruktur. Online verfügbar unter <https://kobra.bibliothek.uni-kassel.de/bitstream/urn:nbn:de:hebis:34-200806262217/3/BuschmeierRatingmarkt.pdf>, zuletzt geprüft am 04.08.2011.

- BUSCHMEIER, A. (2011): Ratingagenturen. Wettbewerb und Transparenz auf dem Ratingmarkt. Wiesbaden.
- CANTOR, R./ PACKER, F. (1994): The Credit Rating Industry. In: Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Jg. 19, H. 2, S. 1-26. Online verfügbar unter http://www.ny.frb.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.pdf, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- CATHCART, L., EL-JAHEL, L., EVANS, L. (2010): The Credit Rating Crisis and the Informational Content of Corporate Credit Ratings. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1729231#, zuletzt geprüft am 25.01.2011.
- CORTEZ, B./ SCHÖN, S. (2010A): Ratingagenturen im Schlaglicht der Finanzmarktkrise. Einordnung, Problemfelder und die neue EU-Verordnung über Ratingagenturen. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Jg. 39, H. 4, S. 170-175.
- CROTTY, J. (2009): Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'. In: Cambridge Journal of Economics, Jg. 33, H. 4, S. 563-580.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2011): Basel II: Kreditrisiko- Standardansatz: Externes Rating. Online verfügbar unter http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_basel_kreditrisiko.php, zuletzt geprüft am 24.08.2011.
- DIAMOND, D. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: Review of Economic Studies, Jg. 51, H. 3, S. 393-414.
- DIMITRAKOPOULOS, D./ SPAHR, R. (2004): Ablauf des Ratingverfahrens bei internationalen Ratingagenturen. In: ACHLEITNER, A.K./ EVERLING, O. (Hg.): Handbuch Ratingpraxis. 1. Aufl. Wiesbaden, S. 211-222.
- EDERINGTON, L.H. (1986): Why Split Ratings Occur? In: Financial Management, Jg. 15, H. 1, S. 37-47.
- ESTRELLA, A., ET AL. (2000): Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information. Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, August. Online verfügbar unter http://www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf, zuletzt geprüft am 24.08.2011.
- EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2006): European Supervisors agree on the Outcome of the Informal Joint Assessment Process of Three External Credit Assessment Institution. Online verfügbar unter <http://eba.europa.eu/News--Communications/Year/2006/EUROPEAN-SUPERVISORS-AGREE-ON-THE-OUTCOME-OF-THE-I.aspx>, zuletzt geprüft am 24.08.2011.
- EU-VERORDNUNG ÜBER RATINGAGENTUREN (2009): Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:DE:PDF>, zuletzt geprüft am 08.08.2011.

- EVERLING, O. (1991): Credit Rating durch internationale Agenturen. Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Ratings. Wiesbaden.
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2010): Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings. Online verfügbar unter http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf, zuletzt geprüft am 17.08.2011.
- FRAURE-GRIMAUD, A./ PEYRACHE, E./ QUESADA, L. (2009): The Ownership of Ratings. In: RAND Journal of Economics, Jg. 40, H. 2, S. 234-257.
- FROST, C.A. (2007): Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies. In: Journal of Accounting, Auditing & Finance, Jg. 22, H. 3, S. 469-492.
- GRAS, I. (2003): The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Rolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten. In: REGEM Analysis, H. 6. Online verfügbar unter http://chinapolitik.org/studien/regem/regem_no6.pdf, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- HABRECHT, E./ WIELAND, M. (2010): Ist eine europäische Ratingagentur sinnvoll, und wie sollte sie organisiert sein? In: Ifo Schnelldienst, Jg. 63, H. 1, S. 3-6. Online verfügbar unter <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1193796.PDF>, zuletzt geprüft am 11.08.2011
- HAX, G. (1998): Informationsintermediation durch Finanzanalysten. Eine ökonomische Analyse. Frankfurt am Main.
- HEINKE, V.G.. (2005): Nutzen und Funktionen von Ratings. Informationswert von Ratings. In: EVERLING, O./ SCHMIDT-BÜRCEL, J. (Hg.): Kapitalmarktrating. Perspektiven für die Unternehmensfinanzierung. 1. Aufl. Wiesbaden, S. 161-186.
- HEINKE, V. G. (1998): Bonitätsrisiko und Credit Rating festverzinslicher Wertpapiere. Eine empirische Untersuchung am Euromarkt. Uhlenbruch.
- HEINKE, V. G., STEINER, M. (2007): Ansätze zur Theoriebildung im Rating. Rating aus Sicht der modernen Finanzierungstheorie. In: BÜSCHGEN, H. E., EVERLING, O. (HG.): Handbuch Rating. 2. aktualisierte und erw. Aufl. Wiesbaden, S. 655-707
- HIE, J./ QIAN, J./ STRAHAN, P.E. (2011): Are all Ratings Equal? The Impact of Issuer Size on the Pricing of Mortgage-Backed Securities. In: NBER Working Paper, Nr. 17238. Online verfügbar unter http://www.nber.org/papers/w17238.pdf?new_window=1, zuletzt geprüft am 1.08.2011.
- HILL, C.A. (2004): Regulating the Rating Agencies. In: Washington University Law Quarterly, Jg. 82, S. 43-95.
- HSEUH, P.L./ LIU, A.Y. (1993): Should All Tax-Exempt Borrowers with Investment-Grade Quality Acquire Credit Ratings? In: Journal of Business Finance & Accounting, Jg. 20, H. 2, S. 291-306.

- HO, T.S./ MICHAELY, R. (1988): Information Quality and Market Efficiency. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Jg. 23, H. 1, S. 53-70.
- HOFFMANN, P (1991): Bonitätsbeurteilung durch Credit Rating. Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten eines Instruments zur Optimierung von Investitions- und Finanzierungsprozessen. Berlin.
- IOSCO (2008): Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, überarbeitete Ausgabe. Online verfügbar unter <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf> zuletzt geprüft am 04.08.2011.
- JENSON, M.C./ MECKLING, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: Journal of Financial Economics, Jg. 3, H. 4, S. 305-360.
- JIANG, J./ STANFORD, M.H./ XIE, Y. (2010): Does it Matter Who Pays for Bond Ratings? Historical Evidence. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1683495, zuletzt geprüft am 10.08.2011.
- KERWER, D. (2005): Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies. In: Governance, Jg. 18, H. 3, S. 453-475.
- KERWER, D. (2002): Rating Agencies: Setting a Standard for Global Financial Markets. In: Economic Sociology - European Electronic Newsletter, Jg. 3, H. 3, S. 40-46. Online verfügbar unter <http://econsoc.mpi-fg-koeln.mpg.de/archive/esjune02.pdf#page=40>, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- KLEY, C. (2004): Einfluss von Banken-Credit Ratings auf deren Börsenwert. Online verfügbar unter http://www.kreditrisikomanagement.info/2004_kley_BANKENRATINGS_und_Bankbewertung_WorkingPaper3_Feb2004.pdf, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- KREPS, D.M./ WISLON, R. (1982): Reputation and Imperfect Information. In: Journal of Economic Theory, Jg. 27, H. 2, S. 253-279.
- KRIMPHOVE, D./ KRUSE, O. (2005): Regulierung und Haftung von Ratingagenturen: Status Quo und Perspektiven. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 8, S. 413-416.
- KUHNER, C. (2001): Financial Rating Agencies: Are They Credible? - Insights into the Reporting Incentives of Rating Agencies in Times of Enhanced Risk. In: Schmalenbachs Business Review, Jg. 53, S. 2-26.
- LANGOHR, H.M./ LANGOHR, P.T. (2008): The Credit Rating Agencies and their Credit Ratings. What They are, How They work and Why They are Relevant. Chichester.
- LEE, F. (2011): Rating-Agenturen. Konkurrenz aus Europa. In: Die Tageszeitung. Ausgabe 19.07. Online verfügbar unter <http://www.taz.de/!74780/>, zuletzt geprüft am 24.08.2011.
- LEMKE, R. (2007): Haftung für Ratings unabhängiger Agenturen. In: BÜSCHGEN, H.E./ EVERLING, O. (Hg.): Handbuch Rating, S. 611-626.

- LEVICH, R.M./ MAJNONI, G./ RHEINART, C.M. (2002): Introduction: Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System: Summary and Policy Implication. In: LEVICH, R.M./ MAJNONI, G./ RHEINART, C.M. (Hg.): Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Boston, S. 1-15.
- MEGGINSON, W.L./ WEISS, K.A. (1991): Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. In: Journal of Finance, Jg. 46, H. 3, S. 879-903.
- MERTON, R.C./ BODIE, Z. (1992): On the Management of Financial Guarantees. In: Journal of the Financial Management Association, Jg. 21, H. 4, S. 87-109.
- MEYER, M (2006): Rechtsfragen des externen Ratings. Marburg.
- MILGROM, P.R./ ROBERTS, J. (1982): Predation, Reputation, and Entry Deterrence. In: Journal of Economic Theory, Jg. 27, H. 2, S. 280-312.
- MOODY'S (2010): Annual Report. Online verfügbar unter <http://files.shareholder.com/downloads/MOOD/1355241571x0x448994/A62AF06C-38B5-4429-A150-36AE9485822F/2010AR.pdf>, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- OECD (2009): Competition and Financial Markets: Key Findings. Online verfügbar unter <http://www.oecd.org/dataoecd/9/22/43067294.pdf>, zuletzt geprüft am 31.12.2010.
- o.V. (2011A): Schweizer Ökonom will Rating-Agenturen entmachten. In: Neue Züricher Zeitung, Ausgabe 16.05. Online verfügbar unter http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/schweizer_oekonom_fuer_brutale_entmachtung_der_ratingagenturen_1.10939211.html, zuletzt geprüft am 24.08.2011.
- o.V. (2011B): Rösler: Wettbewerb unter Ratingagenturen fördern. Online verfügbar unter <http://www.kreiszeitung.de/nachrichten/politik/roeslerwettbewerb-unter-ratingagenturen-foerdern-zr-1318994.html>, zuletzt geprüft am 16.08.2011.
- o.V. (2011C): Klage gegen Ratingagentur Moody's abgelehnt. Online verfügbar unter <http://www.unternehmer.de/klage-gegen-ratingagentur-moodys-abgelehnt-106975>, zuletzt geprüft am 28.07.2011.
- o.V. (2010): Ratingagenturen. EU-Politiker fordern stärkere Regulierung. In: Focus, Ausgabe 01.10.2010. Online verfügbar unter http://www.focus.de/finanzen/news/ratingagenturen-eu-politiker-fordern-staerkere-regulierung_aid_557940.html, zuletzt geprüft am 16.08.2011.
- o.V. (2009): Zock-Stopp für die Weltwirtschaft. 4. Teil: Ab zum Finanz-TÜV! Die Notwendigkeit einer staatlichen europäischen Rating-Agentur. In: Spiegel, Ausgabe 14.05.2009. Online verfügbar unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,623653-4,00.html>, zuletzt geprüft am 16.08.2011.

- o.V. (2007): Wirtschaftsprüfer fordert Haftung der Ratingagenturen. In: Handelsblatt, Ausgabe 03.09.2007. Online verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/wirtschaftspruefer-fordert-haftung-der-ratingagenturen/2856046.html>, zuletzt geprüft am 26.08.2011
- PARTNOY, F. (2002): The Paradox of Credit Ratings. In: LEVICH, R.M./ MAJNONI, G./ RHEINART, C.M. (Hg.): Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System. Boston, Mass., S. 65-84.
- RANDOW, P.V. (1996): Rating im Recht der Finanzmärkte. Rating und Regulierung. In: BÜSCHGEN, H.E./ EVERLING, O. (Hg.): Handbuch Rating. Wiesbaden: Gabler, S. 543-576.
- REIDENBACH, D. (2006): Aktienanalysten und Ratingagenturen - Wer überwacht die Überwacher. Frankfurt am Main.
- RICHTER, M. (2010): Regulierung und Beaufsichtigung von Ratingagenturen. In: GRIESER, S.G/ HEEMANN, M. (Hg.): Bankaufsichtsrecht. Entwicklungen und Perspektiven. Frankfurt am Main, S. 519-540.
- RUDOLPH, B. (2006): Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt. Tübingen.
- SCHÄFER, D. (2010): Mehr denn je: Europa braucht eine europäische öffentliche Rating-Agentur. In: DIW Wochenbericht, Nr. 20, S. 20. Online verfügbar unter <http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw01.c.356700.de/10-20-4.pdf> zuletzt geprüft am 28.07.2011.
- SCHÄTZLE, D. (2011A): Ökonomische Funktionen von Ratingagenturen - Ratingagenturen in der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie. In: IfG Working Paper, Nr. 113. Online verfügbar unter http://www.wiwi.uni-muenster.de/06/forschen/veroeffentlichungen/2011/material/ap_113_schaetzle.pdf, zuletzt geprüft am 10.08.2011.
- SCHÄTZLE, D. (2011B): Ratingagenturen in der neoklassischen Finanzierungstheorie - Eine Auswertung empirischer Studien zum Informationsgehalt. In: IfG Working Papers, Nr. 110. Online verfügbar unter http://www.wiwi.uni-muenster.de/06/forschen/veroeffentlichungen/2011/material/ap110_schaetzle_final.pdf, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- SEC (2011): Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0111.pdf>, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- SEC (2003): Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, zuletzt geprüft am 12.08.2011.
- SHAPIRO, C. (1983): Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations. In: Quarterly Journal of Economics, Jg. 98, H. 4, S. 659-680.

- SKRETA, V./VELDKAMP, L. (2009): Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation. In: *Journal of Monetary Economics*, Jg. 56, H. 5, S. 678-695.
- SPENCE, M. (1976): Informational Aspects of Market Structure: An Introduction. In: *Quarterly Journal of Economics*, Jg. 90, H. 4, S. 591-597.
- SPREMANN, K. (1996): *Wirtschaft, Investition und Finanzierung*. 5., vollst. überarbeitete und aktualisierte Aufl. München, Oldenbourg.
- STIGLITZ, J.E./WEISS, A. (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: *American Economic Review*, Jg. 71, H. 3, S. 393-410.
- STOVER, R.D. (1996): Third-Party Certification in New Issues of Corporate Tax-Exempt Bonds: Standby Letter of Credit and Bond Rating Interaction. In: *Journal of the Financial Management Association*, Jg. 25, H. 1, S. 62-70.
- STRAUBHAAR, T. (2011): Zu mächtige Ratingagenturen. In: *Neue Züricher Zeitung*, Ausgabe 6. Juli, S. 29.
- SYLLA, R. (2002): An Historical Primer on the Business of Credit Rating. In: LEVICH, R.M./MAJNONI, G./RHEINART, C.M. (Hg.): *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston, S. 19-40.
- RICHTER, M. (2010): Regulierung und Beaufsichtigung von Ratingagenturen. In: GRIESER, S.G./HEEMANN, M. (Hg.): *Bankaufsichtsrecht. Entwicklung und Perspektiven*, S. 519-540.
- THEILACKER, B. (2009): Ratingagenturen: Verstaatlichen oder beaufsichtigen. In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, H. 13, S. 643-644.
- THEILACKER, B. (2005): Rating: Entscheidungshilfe, kein Entscheidungersatz. In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, H. 4, S. 177-180.
- UTZIG, S. (2011): Die Zukunft der Rating-Agenturen. In: *Die Bank*, H. 6, S. 8-13.
- WAPPENSCHMIDT, C. (2009): *Ratinganalyse durch internationale Ratingagenturen. Empirische Untersuchung für Deutschland, Österreich und die Schweiz*. Frankfurt am Main.
- WHITE, L. (2010): Markets: The Credit Rating Agencies. In: *Journal of Economic Perspectives*, Jg. 24, H. 2, S. 211-226.
- WHITE, L. (2002a): The Credit Rating Industry: An Industrial Organizational Analysis. In: LEVICH, R.M./MAJNONI, G./RHEINART, C.M. (Hg.): *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston, Mass., S. 41-64.
- WHITE, L. (2002b): The SEC's Other Problem. In: *Regulation*, Jg. 25, H. 4, S. 38-42.
- WIEBEN, H.J. (2004): *Credit Rating und Risikomanagement. Vergleich und Weiterentwicklung der Analysekonzepte*. 1. Aufl. Wiesbaden.
- WPHG (2011): *Gesetz über den Wertpapierhandel*, Ausgabe vom 26.07.2011. Online verfügbar unter <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wphg/gesamt.pdf>, zuletzt geprüft am 12.08.2011.

**Arbeitspapiere des Instituts für Genossenschaftswesen
der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster**

- Nr. 79
Jörg-Matthias Böttiger
Ein Ansatz auf Operationalisierung des MemberValues für Wohnungsgenossenschaften - Ausgewählte Ergebnisse und Managementbedarf aus Mitgliedersicht
April 2009
- Nr. 80
Jörg-Matthias Böttiger
Benchmarkergebnisse zur Mitgliederzufriedenheit von Wohnungsgenossenschaften
April 2009
- Nr. 81
Theresia Theurl / Konstantin Kolloge
Internationale Unternehmenskooperationen im deutschen Maschinenbau - Eine empirische Analyse
Mai 2009
- Nr. 82
Christian Strothmann
Die Bewertung von Unternehmenskooperationen unter besonderer Berücksichtigung ihrer Stabilität
August 2009
- Nr. 83
Christian Harnisch
Funktionale Separierung als strategisches Regulierungsinstrument auf dem europäischen Telekommunikationsmarkt
August 2009
- Nr. 84
Ludwig Brütting
Marken von Kooperationen - Anforderungen und Implementationen
August 2009
- Nr. 85
Christian Albers
Unternehmenskooperationen in der deutschen Versicherungswirtschaft - eine empirische Analyse
September 2009
- Nr. 86
Christoph Heller
Qualitätsvergleich deutscher Krankenhäuser - Eine Studie anhand der Daten zur externen vergleichenden Qualitätssicherung -
September 2009
- Nr. 87
Annegret Saxe
Erfolgsfaktoren von Stiftungs Kooperationen - Ergebnisse der theoretischen und empirischen Analyse.
September 2009
- Nr. 88
Annegret Saxe
Toolbox Stiftungsmanagement und Stiftungsoperationsmanagement.
September 2009
- Nr. 89
Christian Albers
Erfolgsfaktoren für Kooperationen von Versicherern - Ergebnisse einer empirischen Erhebung
Oktober 2009
- Nr. 90
Martin Büdenbender
Atomausstieg in Deutschland - Ein zukunftsfähiger Sonderweg im europäischen Kontext?
Oktober 2009
- Nr. 91
Martin Büdenbender
Entflechtung von Stromnetzen in Deutschland und Europa im Rahmen des dritten EU-Legislativpakets - Eine Problemdarstellung
Februar 2010
- Nr. 92
Johannes Spandau
Fusionen im genossenschaftlichen Finanzverbund - Eine erfolgreiche Strategie?
März 2010
- Nr. 93
Christoph Heller/ Axel Roßdeutscher
Horizontale Kooperationen von Krankenhäusern - Der Analytic Network Process (ANP) als Entscheidungsunterstützung zur Wahl einer Kooperationsalternative
Juni 2010
- Nr. 94
Kersten Lange
Kooperationen in der Automobilindustrie - Analyse und Systematisierung
Juli 2010
- Nr. 95
Konstantin Kolloge
Internationale Vertriebskooperationen im Maschinenbau - ein Leitfaden für die Unternehmenspraxis
Juli 2010
- Nr. 96
Michael Tschöpel
Die MemberValue-Strategie von Genossenschaftsbanken - Eine theoretische Begründung und Darstellung von Potentialen
August 2010
- Nr. 97
Caroline Schmitter
Immobilienangebote im Internet - Eine Bestandsaufnahme und Klassifizierung
August 2010
- Nr. 98
Johannes Spandau
Entwicklung und Perspektiven der bankbetrieblichen Wertschöpfungskette in einem Netzwerk
September 2010

- Nr. 99
Michael Tschöpel
Operationalisierungsversuche des Förderauftrags - Ergebnisse und Implikationen einer Literaturstudie
Oktober 2010
- Nr. 100
Lars Völker
Risk Governance für Genossenschaftsbanken
Dezember 2010
- Nr. 101
Johannes Spandau
Outsourcing-Modelle in der genossenschaftlichen FinanzGruppe - Eine explorative Erhebung
Januar 2011
- Nr. 102
Kersten Lange
Faktoren der Stabilisierung für Unternehmenskooperationen
Januar 2011
- Nr. 103
Theresia Theurl / Carsten Sander
Erfolgsfaktoren für Stadtwerke-Kooperationen - Ergebnisse einer empirischen Untersuchung
Januar 2011
- Nr. 104
Kersten Lange
Kooperationen in der deutschen Automobilindustrie- Ergebnisse einer empirischen Analyse
Februar 2011
- Nr. 105
Alexander Jahn
Agency-Beziehungen in Verbundgruppen
März 2011
- Nr. 106
Caroline Wendler
Die Genossenschaft als Marke? - Eine Analyse der Übertragbarkeit von Markenaspekten auf ein Geschäftsmodell mit besonderen Merkmalen
März 2011
- Nr. 107
Martin Effelsberg
Wissenstransfer in Innovationskooperationen - Ergebnisse einer Literaturstudie zur „Absorptive Capacity“
März 2011
- Nr. 108
Sebastian Tenbrock
Systematisierung und Regulierungsnotwendigkeit von Glasfaserausbaukooperationen
März 2011
- Nr. 109
Michael Tschöpel
Die Ausgestaltung der MemberValue-Strategie - eine hypothesenbasierte Auswertung einer explorativen Vorstudie
Mai 2011
- Nr. 110
Dominik Schätzle
Ratingagenturen in der neoklassischen Finanzierungstheorie - Eine Auswertung empirischer Studien zum Informationsgehalt von Ratings
Mai 2011
- Nr. 111
Katrin Schaumann / Kerstin Lange
Systematische Bestandsaufnahme von Clustern in der deutschen Automobilbranche
Mai 2011
- Nr. 112
Sabine Rach / Michael Tschöpel
Handelsplattformen im Internet - Eine Literaturstudie zur empirischen Evidenz
Juni 2011
- Nr. 113
Dominik Schätzle
Ökonomische Funktionen von Ratingagenturen
Ratingagenturen in der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie
Juni 2011
- Nr. 114
Jan Pollmann
Das Eigenkapital der Genossenschaftsbank - die bilanz- und aufsichtsrechtliche Kapitalklassifikation als Rahmenbedingung für ein effizientes Eigenkapitalmanagement
Juli 2011
- Nr. 115
Caroline Schmitter
Die Bedeutung des Internets zur Mitgliederkommunikation bei Wohnungsgenossenschaften - Eine erste Auswertung empirischer Ergebnisse
- Nr. 116
Theresia Theurl/ Dominik Schätzle
Ratingagenturen in der Kritik - Eine Analyse der aktuellen Maßnahmenvorschläge
August 2011