



# Papers on International Political Economy

Arbeitspapiere der Arbeitsstelle Internationale Politische Ökonomie  
Working Papers by the Center for International Political Economy

Hrsg. von Prof. Dr. Susanne Lütz

---

## Simon Pfanzelt

Die Regulierung von Rating-Agenturen in den USA und  
der EU: Eine Analyse der „domestic sources“ divergenter  
Politikentscheidungen

---

No. 11  
2012

Freie Universität  Berlin

Arbeitsstelle Internationale Politische Ökonomie  
Center for International Political Economy

Simon Pfanzelt

Die Regulierung von Rating-Agenturen in den USA und der EU: Eine Analyse der „domestic sources“ divergenter Politikentscheidungen

PIPE Working Paper No. 11 / 2012  
Arbeitsstelle Internationale Politische Ökonomie, Berlin  
Center for International Political Economy, Berlin  
Hrsg. von Prof. Dr. Susanne Lütz

7. August 2012  
Papers on International Political Economy  
ISSN 1869-4985 (Print)  
ISSN 1869-8468 (Internet)

---

© 2012 by the author(s)

Papers on International Political Economy are working papers from the current research of the Center for International Political Economy at the Free University of Berlin. They appear in irregular intervals and are available for download free of charge from the homepage of the Center.

Simon Pfanzelt absolvierte seinen Bachelor in Politikwissenschaft am Otto-Suhr-Institut für Politik- und Sozialwissenschaften der Freien Universität Berlin. Er interessiert sich insbesondere für Fragestellungen der Internationalen Politischen Ökonomie.

[spfanzelt@web.de](mailto:spfanzelt@web.de)

Downloads

<http://www.polsoz.fu-berlin.de/polwiss/forschung/oekonomie/ipoe/index.html>  
PIPE Working Papers

Arbeitsstelle Internationale Politische Ökonomie  
Center for International Political Economy  
Freie Universität Berlin  
Hnestraße 22  
14195 Berlin  
Germany

Tel. (+49-30) 838-56470  
Fax. (+49-30) 838-56474  
<http://www.polsoz.fu-berlin.de/polwiss/forschung/oekonomie/ipoe/index.html>

## Abstract

Since the beginning of the global financial crisis of 2008, credit rating agencies (CRAs) have become a major topic of political discussion. Yet even before the crisis began, the need for the regulation of these companies was debated in both the US and the EU – with varying policy outcomes. This paper examines why the United States introduced regulatory measures for CRAs in 2006 while such an intervention in the rating business was rejected by the European Union at the time. The author argues that the different policy outcomes can be explained by so-called “domestic sources”. In other words, the strategies derived from the preferences of US domestic economic actors and regulators differed greatly from those in the EU. Moreover, the author shows that regulatory agencies played a decisive role in legislative processes on both sides of the Atlantic.

## Zusammenfassung

Rating-Agenturen sind seit der internationalen Finanzkrise von 2008 zu einem wichtigen Thema politischer Erörterung geworden. Doch schon vor dieser Krise gab es in den USA und der EU Debatten über die Notwendigkeit der Regulierung solcher Bewertungs-Firmen – mit unterschiedlichem Politikergebnis. Die vorliegende Arbeit untersucht, warum die Vereinigten Staaten von Amerika bei der Regulierung von Rating-Agenturen schon im Jahr 2006 vorangingen und die Europäische Union zu diesem Zeitpunkt eine regulatorische Intervention ins Ratinggeschäft noch ablehnte. Dabei kann gezeigt werden, dass „domestic sources“ die varianten Politikentscheidungen erklären können. So leiteten heimische Wirtschaftsakteure und Regulierungsbehörden in den USA aus ihren Interessen diametral unterschiedliche Präferenzen ab als in der EU. Ferner kann herausgestellt werden, dass den Regulierungsbehörden eine besonders wirkmächtige Rolle zukam.

# Inhalt

1. Einleitung .....	4
1.1 Der Befund.....	4
1.2 Zur Fragestellung .....	4
1.3 Fallauswahl, Hypothesenbildung, Operationalisierung .....	5
1.4 Aufbau der Arbeit .....	6
2. Divergente Politikentscheidungen bei der Regulierung von Rating-Agenturen in den USA und der EU ..6	
2.1 Vereinigte Staaten von Amerika.....	6
2.2 Europäische Union .....	7
3. „Domestic Sources“: Positionen und Interessen heimischer Akteure in den USA und der EU .....	7
3.1 Vereinigte Staaten von Amerika.....	7
3.1.1 (Finanz-)Wirtschaft .....	7
3.1.1.1 Rating-Agenturen.....	7
3.1.1.2 Weitere Marktteilnehmer .....	8
3.1.2 Regulierungsbehörde: Die Securities and Exchange Commission .....	10
3.2 Europäische Union .....	11
3.2.1 (Finanz-)Wirtschaft .....	11
3.2.1.1 Rating-Agenturen.....	12
3.2.1.2 Weitere Marktteilnehmer .....	12
3.2.2 Regulierungsbehörden: CESR .....	14
3.3 Zusammenfassung der Ergebnisse .....	15
4. Kritische Würdigung alternativer Erklärungen .....	17
5. Schluss.....	18
6. Quellen- und Literaturverzeichnis.....	19
6.1 Primärquellen .....	19
6.2 Sekundärliteratur.....	22

# 1. Einleitung

## 1.1 Der Befund

Mit der internationalen Finanzkrise seit 2008 sind Rating-Agenturen zu einem wichtigen Gegenstand politischer Debatten geworden. Doch schon zuvor hatte es in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) und der Europäischen Union (EU) Überlegungen gegeben, Rating-Agenturen zu regulieren – mit unterschiedlichen Politikergebnissen. So verabschiedeten in den USA beide Häuser des Kongresses im Jahr 2006 den *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* (CRARA). Das Gesetz hatte das Ziel, „to improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry“ (CRARA 2006, 1327).

Damit schlugen die USA einen neuen Weg ein, hatte die US-amerikanische Politik die oligopolistische Verdichtung des Ratingmarktes doch jahrzehntelang begünstigt. Im Jahr 1975 vergab die US-Regulierungsbehörde *Securities and Exchange Commission* (SEC) an die Firmen *Moody's Investors Service* (Moody's), *Standard and Poor's* (S&P) und *Fitch Ratings* (Fitch) den „quasi-öffentlichen Status“ (Lütz 2002, 70) sogenannter *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO)<sup>1</sup>. Diese Agenturen teilen sich heute einen Marktanteil von 95 Prozent (White 2010, 216), obwohl es weltweit etwa 100 Rating-Firmen gibt (Blaurock 2007, 5). In der Folge wurden NRSRO-Ratings immer stärker in US-Regulierungsvorschriften eingebunden<sup>2</sup> (Sinclair 2005, 42f). Gleichwohl blieb das zentrale Kriterium der NRSRO-Anerkennung, nämlich die Marktakzeptanz<sup>3</sup> (Nazareth 2003, 2), lange Zeit ein Geheimnis der SEC (Rom 2007, 5). Der regulatorischen Abstinenz setzte der CRARA ein Ende (s.u.). Auch in der EU wurde die regulatorische Verwendung von Ratings seit einigen Jahren praktiziert (vgl. Europäische Kommission 2010, 29). Deshalb forderte das Europäische Parlament in einer Entschließung des Jahres 2004 die gesetzliche Regulierung von Rating-Agenturen (Europäisches Parlament 2004, 11). Die Europäische Kommission machte jedoch nicht von ihrem Initiativrecht Gebrauch und verwies auf das Mittel freiwilliger Selbst-Regulierung der Rating-Agenturen durch Verhaltensregeln, die die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) entwickelt hatte (Europäische Kommission 2006, 6).

## 1.2 Zur Fragestellung

Der Befund, dass die USA bei der Regulierung von Rating-Agenturen vorangingen, ist durchaus überraschend. Weil die großen Rating-Agenturen ihren Hauptsitz in den USA haben, wäre dort der größte Widerstand gegen staatliche Interventionen zu erwarten gewesen. Gleichzeitig könnte man annehmen, dass es der EU deutlich leichter hätte fallen müssen, Regeln für in Europa operierende US-Unternehmen aufzustellen, weil eine solche Politik kaum als Schwächung europäischer Wettbewerbsfähigkeit perzipiert worden wäre.

Hiß/Nagel (2012, 141) erklären diesen Widerspruch mit „persönlicher Betroffenheit“. Demnach hätten die USA früher schlechte Erfahrungen mit Rating-Agenturen gemacht als die EU. Diese These begründen sie etwa mit der Insolvenz des US-Mischkonzerns *Enron* Ende des Jahres 2001. Noch vier Tage vor der Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens hatten S&P, Moody's und Fitch *Enron*-Anleihen mit „investment grade“ bewertet (Beck/Wienert 2010, 57). Doch kann der Verweis auf diesen externen Schock das

---

<sup>1</sup> Vier weitere Rating-Agenturen folgten, sie wurden aber allesamt von Fitch aufgekauft (SEC 2003a, 9)

<sup>2</sup> Im Jahr 2003 bezogen sich in den USA mindestens 47 bundesweite Regulierungsvorschriften und mehr als 100 bundesstaatliche Gesetze und Regulierungen auf Ratings der NRSRO (Covitz/Harrison 2003, 3)

<sup>3</sup> Weil keine qualitativen Kriterien angelegt wurden, kann das vor 2006 bestehende NRSRO-System auch nicht unter den Begriff der Regulierung gefasst werden.

Vorgehen der USA nicht hinreichend erklären. Zum einen liegen zwischen der *Enron*-Insolvenz und der Verabschiedung des CRARA fünf Jahre. Deshalb ist es unwahrscheinlich, dass das Gesetz eine unmittelbare Reaktion auf den Fall *Enron* alleine war. Zum anderen war wenig später auch die EU von mangelhaften Ratings betroffen, weil S&P den italienischen Lebensmittelkonzern *Parmalat* bis kurz vor dessen Insolvenz im Jahr 2003 gut bewertet hatte (Pfeifer 2008, 105). Insofern ist der Verweis auf „persönliche Betroffenheit“ allein kaum konsistent. Es scheint also lohnend, nach alternativen Erklärungen zu forschen. Dieser Aufgabe nimmt sich die vorliegende Arbeit unter der folgenden Fragestellung an:

*Warum gingen die USA bei der Regulierung von Rating-Agenturen voran, als die EU einen solchen Schritt noch ablehnte?*  
Unter „Regulierung von Rating-Agenturen“ wird dabei nur die gesetzliche Implementierung von Regeln für Rating-Agenturen und deren behördliche Überwachung gefasst. Diese Eingrenzung bedeutet, dass freiwillige Standards wie der IOSCO-Code nicht in die Analyse einfließen.

### 1.3 Fallauswahl, Hypothesenbildung, Operationalisierung

Im Kern ist es Ziel dieser Arbeit zu analysieren, warum politische Akteure gesetzlich ins Ratinggeschäft intervenierten beziehungsweise warum sie umgekehrt von einer solchen Intervention absahen. Methodisch wird dazu ein Vergleich zwischen den USA und der EU gewählt, weil im Jahr 2006 eine Varianz vorlag. Diese Fallauswahl erscheint auch im Hinblick auf weitere Rahmenbedingungen konsistent: Durch die Fälle *Enron* und *Parmalat* hatte sich ein Problembewusstsein etabliert, Ratings waren außerdem in beiden politischen Einheiten in Regulierungsvorschriften eingebunden. Zudem wird beiden eine vergleichbare wirtschaftliche Bedeutung zugeschrieben (Lütz 2011, 5). Aus der Fallauswahl resultiert eine weitere Eingrenzung des Forschungsgegenstandes. So sind hier nur Entwicklungen von Interesse, die im und vor dem Jahr 2006 stattgefunden haben und somit zeitlich und handlungslogisch vor der Entscheidung für unterschiedliche Politiken lagen.

Um nun alternative Erklärungen zur bisherigen Forschung finden zu können, soll zunächst ein Theorierahmen abgesteckt werden. Weil die vorliegenden Fälle individuelle Politikentscheidungen zweier politischer Einheiten beschreiben, stehen in der vorliegenden Arbeit die „domestic sources“ im Fokus. So wurden in beiden Handlungsblöcken heimische Wirtschaftsvertreter und Regulierungsbehörden zu Akteuren. Diese heimischen Einflüsse sollen durch zwei Hypothesen spezifiziert werden:

(1) Die Politik trifft ihren Regulierungsentscheidungen nicht gegen die Präferenzen heimischer Wirtschaftsakteure.

Diese Hypothese leitet sich aus einem Argument von Helleiner/Pagliari (2011, 179) ab, wonach innerstaatliche Regulierungsmaßnahmen voraussetzen, dass diese Regulierung von bedeutenden Teilen der heimischen Wirtschaft begrüßt und nicht als Schwächung der eigenen Wettbewerbsfähigkeit perzipiert wird.

Die zweite Hypothese lehnt sich an eine Beobachtung von Singer (2007, 21) an, wonach Politiker in entwickelten Ländern die Regulierungsautorität an Regulierungsbehörden delegieren. Deshalb ist zu erwarten, dass Forderungen dieser Regulierungsbehörden in der Politik Gehör finden:

(2) Die Politik folgt in ihren Entscheidungen den Präferenzen der Regulierungsbehörden, die diese wiederum aus ihren Interessen ableiten.

Wegen der bestehenden Delegierungsfunktion und weil Finanzmarktregulierung zumindest vor der jüngsten Krise kaum öffentlich diskutiert wurde, wird auf die Interessen gewählter Politiker nicht näher eingegangen. Auch der Forderung von Helleiner/Pagliari (2011, 179), wonach zivilgesellschaftliche

Akteure bei der Analyse von Finanzmarktregulierung zu berücksichtigen seien, folgt diese Arbeit nicht, weil die Zivilgesellschaft bei den hier behandelten Politikentscheidungen nicht in Erscheinung trat.

Die theoretischen Erwägungen führen zur Operationalisierung der Fragestellung. Im Sinne eines positivistischen Forschungsdesigns wird die oben definierte *Regulierung von Rating-Agenturen* als abhängige Variable gesetzt. Die Varianz auf dieser Y-Variable besteht im Handeln der Politik in den USA der EU im Jahr 2006. Sie soll nun mit den unabhängigen Variablen erklärt werden, die sich aus den „domestic sources“ ableiten. Demnach bilden die *Positionen und Interessen der heimischen Wirtschaft* die erste unabhängige Variable. Die zweite unabhängige Variable wird als *Positionen und Interessen von Regulierungsbehörden* definiert. Ausgehend von diesen Festlegungen möchte die vorliegende Arbeit nachweisen, dass im Vorfeld der divergenten Politikentscheidungen in den USA und der EU eine Varianz auf den unabhängigen Variablen, also eine Varianz der „domestic sources“ vorlag. Die Bearbeitung des empirischen Teils wird sich fast ausschließlich aus Originalquellen speisen. Dokumente und Protokolle umfangreicher Anhörungen und Konsultationen in den USA und der EU bilden den wesentlichen Materialstock der vorliegenden Arbeit. Zur Ergänzung werden auch Sekundärquellen herangezogen.

## 1.4 Aufbau der Arbeit

Um das skizzierte Forschungsvorhaben zu realisieren, wird im ersten Teil kurz auf die Varianz auf der Y-Variable einzugehen sein. Im Anschluss daran folgt mit der umfassenden Analyse der definierten „domestic sources“ der genuin empirische Teil der Arbeit. Anschließend werden die Ergebnisse zusammengefasst und auf die gewählten Hypothesen angewendet. Nach einem Abschnitt zur Kontrolle alternativer Erklärungen soll im Schlussteil ein Ausblick erfolgen.

## 2. Divergente Politikentscheidungen bei der Regulierung von Rating-Agenturen in den USA und der EU

### 2.1 Vereinigte Staaten von Amerika

In den USA setzte eine Debatte über die Regulierung von Rating-Agenturen im Jahr 2002 ein, nachdem die etablierten Firmen im Vorfeld der *Enron*-Insolvenz irreführende Ratings abgegeben hatten. So verabschiedete der Kongress im Juli 2002 das *Sarbanes-Oxley*-Gesetz (SOA), in dem die SEC zur Erstellung einer Studie über die Rolle von Rating-Agenturen auf Wertpapiermärkten aufgefordert wurde (SOA 2002, 797f). Nachdem Marktteilnehmer und die SEC mehrmals angehört wurden, verabschiedeten beide Häuser des Kongresses im August 2006 schließlich den CRARA. Mit dem Gesetz wurde der NRSRO-Anerkennungsprozess durch transparente Kriterien neu strukturiert. Fortan wurden Rating-Agenturen, die den Status er- und behalten wollten, umfangreiche Dokumentationsanforderungen und Offenlegungspflichten abverlangt, „die zum Teil stark in die organisatorischen Abläufe der Ratingagenturen eingriffen und mitunter auch den Umbau betrieblicher Strukturen erforderlich machten“ (Hiß/Nagel 2012, 215). So mussten NRSRO Prozeduren zur Vermeidung von Interessenkonflikten implementieren, die von der SEC überwacht werden. Zur Vermeidung von Interessenskonflikten wurden auch detaillierte Verbote ausgesprochen (Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte, ESME, 2008, 27). Die Kriterien werden von der SEC jährlich überprüft, Verstöße führen zum Ausschluss: „[t]he SEC must deny registration if it finds that the applicant does not have adequate financial and managerial resources to consistently produce credit ratings with integrity“ (ebd., 23).

## 2.2 Europäische Union

Auch in der EU wurde derweil über eine Regulierung von Rating-Agenturen diskutiert. Anders als in den USA mündete diese Diskussion aber nicht in eine gesetzliche Regulierung. Nachdem das Europäische Parlament im Februar 2004 eine Entschließung zur Regulierung von Rating-Agenturen verabschiedet hatte, ersuchte die Europäische Kommission den *Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden* (CESR) um Handlungsempfehlungen. In diesem Zusammenhang wurden auch Wirtschaftsakteure angehört. Anfang 2006 gab die Kommission bekannt, dass sie von ihrem Initiativrecht keinen Gebrauch machen werde: „Der Aufforderung des Europäischen Parlaments folgend hat sich die Kommission sehr eingehend mit der Frage befasst, ob in Bezug auf die Tätigkeit von Rating-Agenturen neue Legislativvorschläge erforderlich sind und gelangte zu dem Schluss, dass dies derzeit nicht der Fall ist“ (Europäische Kommission 2006, 6).

## 3. „Domestic Sources“: Positionen und Interessen heimischer Akteure in den USA und der EU

Nun soll untersucht werden, ob die vorliegende Varianz mit den Interessen der heimischen Wirtschaftsvertreter und Regulierungsbehörden erklärt werden kann. Empirisch sollen dazu jeweils die Positionen der Akteure erörtert und die zugrunde liegenden Interessen analysiert werden. Dabei beschränkt sich diese Arbeit auf die Akteure, die nachweislich am Diskussionsprozess partizipierten, also auf solche, die tatsächlich angehört oder mit der Erstellung von Berichten beauftragt wurden.

### 3.1 Vereinigte Staaten von Amerika

#### 3.1.1 (Finanz-)Wirtschaft

##### 3.1.1.1 Rating-Agenturen

Bei der Analyse der Positionen und Interessen der US-Wirtschaftsakteure soll der Blick zunächst auf die US-amerikanischen Rating-Agenturen gerichtet werden. Schon hier wird eine Interessensfragmentierung deutlich, weil in den Anhörungen auch kleinere Agenturen ihre Positionen artikulierten. Die drei großen Agenturen nahmen zunächst eine einheitliche Verteidigungshaltung ein. So betonte ein Vertreter von S&P bei einer Anhörung im Jahr 2002, dass die unzutreffenden *Enron*-Ratings auf falsche Angaben von *Enron* selbst zurückzuführen seien (Barone 2002, 8). Eine Regulierung sei nicht notwendig, weil „our reputation ultimately depends on the credibility of our opinions“ (ebd., 7). Ein Vertreter von Moody's verwies darauf, dass seine Firma schon intern reagiert und bei der Analyse der Unternehmensliquidität Fortschritte gemacht habe (Diaz 2002, 10). Ähnlich äußerte sich Fitch (Pellecchia 2002, 11). Mit dem Verweis auf Marktkräfte und interne Strategien der Performanz-Verbesserung versuchten die etablierten Agenturen, eine politische Intervention zu verhindern.

Ihre Strategie der Selbstverteidigung gaben die großen Agenturen im Jahr 2005 allerdings auf und artikulierten oberflächlich sogar Zugeständnisse. So sprach sich eine Vertreterin von S&P dafür aus, dass die SEC bei der NRSRO-Registrierung transparente Kriterien anlegen solle (Corbet 2005, 9). Fitch nahm dieselbe Position ein: „SEC should formalize the process by which it recognizes rating organizations“ (Joynt 2005, 4). Bei näherem Hinsehen wird jedoch deutlich, dass hieraus kein Wunsch nach mehr Regulierung oder Wettbewerb abgeleitet werden kann. Vielmehr forderten die Agenturen damit die Verrechtlichung des *Status quo*. Ratings, so argumentierten die Agenturen, seien Meinungen. Deshalb könne es in der Rating-Branche keine Standards geben (Joynt 2005, 5). Die Agenturen seien demnach

nicht als „investment advisers“, sondern als Journalisten zu verstehen, deren Meinungsfreiheit durch den ersten Zusatzartikel der US-Verfassung geschützt sei (ebd.). Das entscheidende Kriterium für die Anerkennung müsse daher sein, „that a firm is widely accepted by users of credit rating opinions“ (Corbet 2005, 10). Das Kriterium der Marktakzeptanz provoziert jedoch eine selbsterfüllende Prophezeiung. In einem Markt, der zu 95 Prozent von drei Unternehmen bespielt wird, kann es nicht sehr viel mehr Firmen geben, die „widely accepted“ sind. Insofern spiegelt diese Forderung der großen Agenturen nur deren Interesse an der Beibehaltung des *Status quo*. Auch das artikulierte Selbstverständnis als Journalisten mutet merkwürdig an und ist faktisch inkonsistent. Verstünden sie sich tatsächlich nur als Beobachter ohne den Anspruch auf Verwendung der Ratings, müssten die Agenturen auch den quasi-öffentlichen NRSRO-Status sowie die Einbindung von Ratings in Regulierungsvorschriften ablehnen. Dass sie das nicht tun, liegt wiederum in ihren Interessen begründet. Solange Ratings als Meinungen gelten, müssen die Agenturen für inadäquate Ratings nicht haften.

Die Einigkeit der etablierten Agenturen wurde durch konkurrierende Agenturen durchbrochen, die bis dahin nicht als NRSRO registriert waren. So attestierte der geschäftsführende Direktor von *Egan-Jones Rating Co.* (Egan-Jones) der Rating-Industrie eine Krise, die er vor allem mit Interessenskonflikten und der starken Stellung von S&P und Moody's begründete. So gebe es „no downside to bad rating calls by the two dominant firms“ (Egan 2005, 1). Aus dieser Feststellung leitete Egan-Jones vor einem Senatsausschuss im Jahr 2005 zahlreiche Reformvorschläge ab, darunter die Abschaffung des weitgehend praktizierten „issuer-pays“-Geschäftsmodells, bei dem die Emittenten für Ratings bezahlen, sowie den Abbau von Markteintrittsbarrieren (ebd., 4). Diese Forderungen sind auf das Interesse von Egan-Jones, die eigene Marktposition zu verbessern, zurückzuführen. Weil diese Agentur das „issuer-pays“ selbst nie praktizierte, wäre sie von einer Abschaffung nicht betroffen. Die Forderung nach der Absenkung von Eintrittsbarrieren resultierte wiederum daraus, dass die Agentur 1998 den NRSRO-Status beantragt, ihn aber nicht erhalten hatte (ebd., 5). Unabhängig davon kann davon ausgegangen werden, dass die Positionierung dieser kleinen Agentur besonders wirkmächtig war, weil sie die *Enron*-Anleihen schon frühzeitig herabgestuft hatte (Egan 2005, 4).

Die bisherige Analyse belegt das nachhaltige Interesse der etablierten Rating-Agenturen am Erhalt des *Status quo*. Ihre Forderungen sind nur oberflächlich als Zugeständnisse zu kategorisieren. Gleichwohl ist festzustellen, dass es in der US-Ratingbranche eine Interessensfragmentierung gab. So stellte etwa Egan-Jones Forderungen nach recht weitgehenden Reformen auf, die unschwer aus ihren Eigeninteressen abgeleitet werden konnten.

### 3.1.1.2 Weitere Marktteilnehmer

Die Interessensfragmentierung kann mit der Analyse weiterer Marktteilnehmer noch deutlicher herausgearbeitet werden. Ganz eindeutig wurde eine mögliche Regulierung von Rating-Agenturen nicht als Angriff auf die US-amerikanische Wettbewerbsfähigkeit perzipiert. So forderte der Präsident des *Investment Company Institute* (ICI)<sup>4</sup> den Kongress auf, legislative Schritte zur strikteren Regulierung von Rating-Agenturen einzuleiten: „we believe it is timely and appropriate for Congress to consider legislation to advance several objectives in this area“ (Stevens 2006, 2). Institutionelle Investoren wie Investmentfonds nutzen Ratings im Allgemeinen als Richtlinien für Investitionsentscheidungen. Im Besonderen sind sie in den USA auch zur Beachtung von Ratings verpflichtet, weil die SEC NRSRO-Ratings seit 1983 in Investitionsvorschriften einbindet (ebd., 4f). Deshalb ist es im Interesse solcher

---

<sup>4</sup> Das ICI ist eine nationale Vereinigung von US-amerikanischen Investmentfirmen, das nahezu alle US-Investmentfonds repräsentiert (Stevens 2006, 1).

Firmen, dass die Qualität von Ratings hoch ist. In der Konsequenz forderte das ICI, den NRSRO-Status an mehr Firmen zu vergeben. Wettbewerb schaffe Anreize, Ratings höchster Qualität zu erstellen (ebd., 6). Um die Integrität und Qualität von Ratings sicherzustellen, sollte die Aufsichtskompetenz der SEC erweitert werden (ebd., 7), Veröffentlichungspflichten der Rating-Agenturen über die Rating-Erstellung sollten eine regelmäßige Evaluierung durch die Investoren ermöglichen (ebd., 9). Zudem müsse ein Regelwerk die Haftung von Rating-Agenturen sicherstellen (ebd., 10). Die geforderten Regulierungselemente sind auf die Interessen der Investoren zurückzuführen. Die Forderung nach mehr Wettbewerb zeigt den Wunsch der Investoren, bei Investitionsentscheidungen auf mehrere Meinungen zurückgreifen zu können. Um Ratings nachvollziehen zu können, wollten die Investoren Rating-Agenturen zu mehr Transparenz verpflichtet sehen. Die Forderung nach Haftung kann schließlich damit erklärt werden, dass Ratings in den USA auch in Investitionsvorschriften eingebunden sind und sich die Investoren deshalb auf Ratings verlassen können müssen.

Auch die Kunden von Ratings, also Emittenten, forderten eine Regulierung der Branche. Das belegt die Positionierung des US-Berufsverbandes *Association for Financial Professionals* (AFP), der die Interessen von Finanzmanagern der wichtigsten Unternehmen und Banken der USA vertritt<sup>5</sup>. In mehreren Anhörungen forderte der Verband, dass die NRSRO-Registrierung an verbindliche und transparente Kriterien gebunden werden müsse. Entscheidend dürfe nicht das bisher gültige Kriterium der Anerkennung im Markt sein. Gesetzte Kriterien müssten sicherstellen, dass Rating-Agenturen kontinuierlich glaubwürdige und verlässliche Ratings erstellen können (Kaitz 2005, 5). Registrierte NRSRO sollten in der Folge einer kontinuierlichen Überwachung durch die SEC unterliegen und zur Dokumentation interner Kontrollmechanismen gegen Interessenskonflikte und wettbewerbsschädigende Praktiken verpflichtet werden (ebd., 6). Der Kongress müsse schnellstmöglich handeln: „we strongly recommend that you hold the SEC accountable by demanding immediate action on the issues that have been raised here today“ (ebd.).

Diese weitgehenden Forderungen der Emittenten sind auf heimische Quellen der US-Wirtschaft zurückzuführen. So erbrachten zwei Umfragen unter den AFP-Mitgliedern in den Jahren 2002 und 2004 den Befund einer tiefgreifenden Unzufriedenheit mit der Arbeit der etablierten Rating-Agenturen. Im Jahr 2002 hielt jeder dritte Finanzpraktiker das Rating der eigenen Firma für ungenau oder falsch (AFP 2002, 2). Die meisten Befragten gaben darüber hinaus an, dass die Rating-Agenturen nicht rechtzeitig auf Veränderungen der Unternehmensfinanzen reagierten (ebd.). Diese Ergebnisse zeigen, dass nicht allein das Versagen der Agenturen im Fall *Enron* den Wunsch nach Regulierung geformt hat. Vielmehr leiteten die Emittentenvertreter ihre Unzufriedenheit aus individuellen praktischen Erfahrungen ab. Daraus resultierten ihre Reformforderungen: „Ninty percent of treasury and finance professionals believe the SEC should take additional action to improve its oversight of the rating agencies“ (ebd., 3).

Im Ergebnis zeigt sich, dass wichtige Marktteilnehmer eine gesetzliche Regulierung von Rating-Agenturen forderten. Die Investoren argumentierten mit der Einbindung von Ratings in Investitionsvorschriften, die eine Regulierung der Rating-Agenturen erforderlich mache. Die Emittenten leiteten ihre Forderung aus individueller Unzufriedenheit mit den etablierten Rating-Agenturen ab. Freilich kann nicht behauptet werden, ausnahmslos alle Marktteilnehmer hätten eine Regulierung gefordert. So sprach sich etwa die Bank *Lehman Brothers* dagegen aus: „The long-term performance of the rating agencies over the past century has been admirable“ (Malvey 2002, 1). Dieser Befund ist jedoch als Einzelfall zu kategorisieren

---

<sup>5</sup> Die Mitglieder des AFP arbeiten in der Regel für die 1000 umsatzstärksten US-Unternehmen sowie die größten mittelständischen Unternehmen der USA (Kaitz 2005, 2).

und widerspricht nicht der Beobachtung, dass wichtige Interessensgruppen eine gesetzliche Regulierung forderten und eine solche nicht als Schwächung ihrer Wettbewerbsfähigkeit deuteten.

### 3.1.2 Regulierungsbehörde: Die Securities and Exchange Commission

In den USA ist die SEC die entscheidende Regulierungsbehörde. Sie forderte im Jahr 2005 eine gesetzliche Erweiterung ihres Mandats, um ein strikteres Aufsichts-Regime für Rating-Agenturen installieren zu können: „the Commission believes that to conduct a rigorous program of NRSRO oversight, more explicit regulatory authority from Congress is necessary“ (Nazareth 2005, 4). Die SEC wollte den NRSRO-Status neu definieren und bei der Registrierung hohe Standards anlegen (ebd., 2). Demnach sollten Rating-Agenturen zu systematischen Prozeduren verpflichtet werden, um die Glaubwürdigkeit und Verlässlichkeit von Ratings garantieren und potentielle Interessenkonflikte ausschalten zu können. Zudem sollten Regeln über finanzielle Ressourcen der Rating-Agenturen etabliert werden (ebd.). Im Wesentlichen entspricht der CRARA diesen Punkten.

Die Forderung nach einer neuen gesetzlichen Grundlage kann als Sinneswandel der SEC verstanden werden. Im unmittelbaren Nachspiel der *Enron*-Insolvenz war die Positionierung der SEC zunächst schwer zu fassen, weil die Regulierungsbehörde keine dezidierten Handlungsempfehlungen abgab. Das zeigt etwa der im *Sarbanes-Oxley*-Gesetz (SOA) geforderte Bericht, den die SEC im Januar 2003 vorlegte. Hier wird auch deutlich, dass die SEC über ihr Mandat hinausging. Laut Sektion 702 des SOA sollte der Bericht Aussagen über die Bedeutung von Ratings für Emittenten und Investoren enthalten und auf vorhandene Hindernisse zur Erstellung adäquater Ratings sowie auf potentielle Interessenkonflikte eingehen (SOA 2002, 797f). Tatsächlich behandelte der Bericht aber auch weitergehende Fragestellungen, etwa nach potentiell unlauteren Methoden, notwendigen Sorgfaltspflichten der Rating-Agenturen und der Beaufsichtigungskompetenz der SEC (SEC 2003a, 1). Diese Mandatsüberschreitung legt nahe, dass die SEC schon in dieser frühen Phase der Diskussion die Deutungshoheit über die Arbeit von Rating-Agenturen erhalten wollte. Gleichwohl verzichtete sie öffentlich zunächst auf eine politische Agenda und verwies auf laufende Untersuchungen (z.B. Hunt 2002, 3; Nazareth 2003, 7). Das lässt darauf schließen, dass sie nicht an einem Bruch mit dem bestehenden NRSRO-Verfahren interessiert war und ihr am Erhalt des *Status quo* gelegen war.

Für die anfänglich zurückhaltende Rolle und den späteren Sinneswandel der Kommission gibt es verschiedene Erklärungsmöglichkeiten. Zum einen ist denkbar, dass sich die SEC nicht auf Maßnahmen einigen konnte. Für diese Deutung spricht ein früherer Befund aus dem Jahr 1994. Damals veröffentlichte die SEC ein *Concept Release*, das Marktteilnehmer um Kommentare zu einer Neudefinition des NRSRO-Status ersuchte (Nazareth 2003, 3). Aus dieser Konsultation leitete die SEC im Jahr 1997 ein *Rule Proposal* ab, das allerdings wegen Meinungsverschiedenheiten innerhalb der Kommission nie implementiert wurde (ebd.). Ausgehend von dieser Beobachtung ist denkbar, dass es 2003 ähnliche Differenzen gegeben haben mag.

Der Sinneswandel könnte nun vor dem Hintergrund der analysierten Wirtschaftsinteressen damit erklärt werden, dass die SEC schlicht den Präferenzen heimischer Emittenten und Investoren folgte. Für diese Deutung einer opportunistischen Positionierung spricht unter anderem ein *Concept Release* von 2003, in dem die SEC Marktteilnehmer dazu aufforderte, mögliche Konzepte zu kommentieren. Auch darin artikulierte die SEC keine Präferenzen, sondern stellte die ganze Bandbreite möglicher Handlungsoptionen zur Debatte – von einem völligen Rückzug der SEC aus der Aufsicht von Rating-Agenturen bis hin zur Etablierung eines tiefgreifenden Regulierungsprogramms, das eine neue gesetzliche Grundlage erforderlich gemacht hätte (SEC 2003b, 2). Gegen die Deutung, die US-Regulierungsbehörde

habe lediglich opportunistisch agiert, spricht aber, dass der SEC die Belange der Emittenten und Investoren schon nach zwei Anhörungen im Jahr 2002 bekannt waren (vgl. SEC 2003a, 20ff).

Deshalb ist eine alternative Erklärung plausibler, die beim Wunsch der SEC nach Autonomie ansetzt. So war das Streben nach einem neuen Gesetz unmittelbar nach der *Enron*-Insolvenz für die SEC unattraktiv. Ein Gesetz, das einen politischen Konsens im Kongress erfordert, stellt für eine Regulierungsbehörde ein Spannungsfeld dar, weil es zum einen neue Befugnisse implementieren könnte, zum anderen aber auch die Gefahr enger politischer Vorgaben birgt. Im Nachspiel der *Enron*-Insolvenz waren die Vorzeichen für die SEC deshalb nicht günstig, weil die Regulierungsbehörde selbst in der Kritik stand: Der Senat beschäftigte sich damit, ob die SEC selbst ihre Aufsichtspflicht verletzt hatte (Senate Staff 2002, 8ff), Marktteilnehmer warfen der Behörde vor, sie habe mit der intransparenten NRSRO-Registrierung das Rating-Oligopol befördert (SEC 2003a, 24). Vor diesem Hintergrund war es zunächst im Interesse der SEC, den *Status quo* zu erhalten, weil sie die NRSRO-Anerkennung bislang auf Grundlage des *Securities and Exchange Acts* aus dem Jahr 1934 praktizierte, der sie mit weitreichenden Kompetenzen ausgestattet hatte (ebd., 5). Um eine grundsätzliche Debatte über die Regulierungsbehörde zu unterdrücken, wählte die SEC deshalb eine Selbstverteidigungsstrategie (vgl. Hunt 2002, 3) und begegnete ihren Kritikern, indem sie Handlungsfähigkeit unter Beweis stellte und im Februar 2003 die kanadische Rating-Agentur *Dominion Bond Rating Service* (DBRS) als NRSRO verzeichnete (SEC 2003c, 5). Gleichzeitig verhandelte die SEC mit den bestehenden NRSRO über ein System freiwilliger Beaufsichtigung, das mit der bisherigen Rechtslage vereinbar gewesen wäre (Nazareth 2005, 4). Es liegt nahe, dass die SEC deshalb regelmäßig, etwa im *Concept Release* von 2003, auf die Möglichkeit eines neuen Gesetzes verwies, um in den Verhandlungen Druck auf die NRSRO auszuüben und unter dem Verweis auf den drohenden „Schatten des Staates“ ihre eigene Verhandlungsposition möglichst zu stärken.

Die vorgeschlagene Erklärung vermag auch den Sinneswandel der SEC im Jahr 2005 zu erhellen. Demnach ist das offensive Werben für eine neue gesetzliche Grundlage zum einen auf das Scheitern der Verhandlungen zwischen SEC und Rating-Agenturen zurückzuführen: „our dialogue with the industry has not resulted in an agreed-upon voluntary framework“ (ebd.). Zum anderen war die Strategie, Handlungsfähigkeit auf Grundlage bestehenden Rechts zu beweisen, nur möglich, solange die Zuständigkeit der SEC nicht grundsätzlich infrage gestellt wurde. Im Jahr 2005 dachten Politiker aber laut darüber nach, die Aufsicht von Rating-Agenturen der US-Notenbank zu übertragen (Hume 2005, 1, nach Rosenbaum 2008, 52). Genau in diese Zeit fiel der öffentliche Sinneswandel der SEC hin zum offensiven Werben für eine gesetzliche Grundlage, die sie mit mehr Macht ausstatten sollte. Der beschriebene Sinneswandel kann demnach als Akt der Notwehr gegen drohenden Kompetenzverlust seitens der SEC begriffen werden.

In der Gesamtschau wird deutlich, dass die SEC in erster Linie um den Erhalt eigener Befugnisse bemüht war. Oberflächlich orientierte sich die Regulierungsbehörde an den Interessen der Wirtschaft. Diese Stoßrichtung verfolgte sie jedoch erst, nachdem Verhandlungen mit den Rating-Agenturen gescheitert waren und die Zuständigkeit der SEC generell infrage gestellt wurde. So war das Interesse am Machterhalt der entscheidende Faktor für die Positionierung der SEC.

## 3.2 Europäische Union

### 3.2.1 (Finanz-)Wirtschaft

Auch im europäischen Diskussionsprozess, der 2006 in die Ablehnung gesetzlicher Regulierung mündete, hatten Marktteilnehmer zu verschiedenen Zeitpunkten die Möglichkeit, ihre Positionen zu vertreten. Für

diese Arbeit ist insbesondere ein Konsultationsverfahren von CESR<sup>6</sup> in den Jahren 2004 und 2005 aufschlussreich, weil damals noch keine Politikentscheidung gefallen war. Analog zum US-amerikanischen Handlungsblock, sollen an dieser Stelle zunächst Positionen und Interessen europäischer Rating-Agenturen analysiert werden.

### 3.2.1.1 Rating-Agenturen

Zwar dominieren auch im europäischen Markt die drei amerikanischen Rating-Firmen, doch gibt es auch in der EU kleine, lokal oder sektoral operierende Rating-Agenturen, die als heimische Akteure kategorisiert werden können. Diese kleinen Agenturen sprachen sich fast unisono gegen eine europäische Regulierung aus. Durch gesetzliche Standards sahen sie ihre eigene Existenz bedroht. Die lokal tätige, portugiesische Rating-Agentur *Companhia Portuguesa de Rating* (CPR) unterstrich die Gefahr einer Benachteiligung kleiner Agenturen durch Regulierung: Die Kosten, die durch die interne Implementierung von Regulierungsvorschriften entstünden, trafen lokale Agenturen ungleich härter als multinationale Ratingkonzerne (CRP 2005, 2). Deshalb sei freiwillige Selbst-Regulierung das richtige Mittel. So argumentierte auch die deutsche Agentur *Prof. Dr. Schneek Rating* (SR), die vor allem mittelständische Firmen bewertet: „priority should be given to self-regulation of the rating industry, so that local or specialised agencies have a fair chance to enter competition“ (SR 2005, 1). Diese Präferenz für Selbstregulierungsmechanismen ist auf das individuelle Interesse von kleinen Rating-Unternehmen zurückzuführen, die sich durch Umgehung fixierter Standards Handlungsspielräume sichern wollten. Auch der *Bundesverband der Ratinganalysten und Ratingadvisor* (BdRA) präferierte Selbst-Regulierung. Darüber hinaus müsse die Politik das Wachstum europäischer Rating-Agenturen fördern (BdRA 2005, 3). Deshalb sollten keine Markteintrittsbarrieren etabliert, sondern innovative europäische Rating-Agenturen gefördert werden: „Special treatment should be given to rating agencies pioneering into new markets such as the market for ratings on small and medium sized companies“ (ebd.). Die griechische Rating-Agentur *ICAP* warnte davor, potentiellen Interessenskonflikten mit der Einschränkung von Geschäftstätigkeiten zu begegnen. Nebenleistungen wie etwa die Beratung potentieller Kunden seien ein elementares Geschäftsfeld kleinerer Agenturen (ICAP 2005, 2). Gesetzliche Standards, so die Befürchtung der europäischen Agenturen, würde deren Rolle weiterhin schwächen.

Einzig die slowakische Rating-Agentur *Slovak Rating Agency* (SRA) bildete eine Ausnahme. Sie plädierte für ein Transparenzgebot, demzufolge Rating-Agenturen ihre Methoden offenzulegen hätten (SRA 2005, 1). Dennoch fügte sie hinzu, dass nur eine begrenzte Rolle der Regulatoren wünschenswert sei: „the role of the regulator should be to verify whether the announced methodology, policies and procedures are being applied properly“ (ebd.). Im Kern basierte also auch dieses Konzept auf Freiwilligkeit.

Insgesamt lehnten die heimischen Rating-Agenturen ein EU-Regulierungsregime mit Wettbewerbsargumenten ab: Ein solches Regime übervorteile die bereits etablierten Rating-Firmen und schaffe Markteintrittsbarrieren: „over-regulation could lead to a narrowness of the market to the detriment of market participants“ (Rating Evidence 2005, 1).

### 3.2.1.2 Weitere Marktteilnehmer

Mit Blick auf weitere europäischer Marktteilnehmer wird ersichtlich, dass auch diese Akteure ein EU-Regime zur Regulierung von Rating-Agenturen ablehnten. So sprachen sich etwa die europäischen

---

<sup>6</sup> CESR wurde im Jahr 2001 als wirkmächtiges Beratergremium der Europäischen Kommission gegründet (Gottwald 2011, 180), in dem jeder Mitgliedsstaat mit einem Repräsentanten der nationalen Wertpapierregulierungsbehörden vertreten war (CESR 2005a, 2).

Banken<sup>7</sup>, die sowohl Nutzer von Ratings als auch Emittenten sind, für freiwillige Selbst-Regulierung durch den IOSCO-Kodex aus: Rating-Agenturen „must have total freedom of expression and must be independent from political or business influence“ (*European Banking Federation*, EBF 2005, 2). Ein strikteres europäisches Regime wäre „detrimental to the interests of European public and private issuers“ (ebd.). In ihrer Funktion als Emittenten befürchteten die Banken Wettbewerbsnachteile, wenn Ratings in Europa höheren Standards genügen müssten als anderswo. Solche Benachteiligungen wären etwa denkbar, wenn die Banken für verschiedene Gebietskörperschaften individuelle Ratings bezahlen müssten. Laut *British Banker's Association* (BBA) sei die Ablehnung politischer Intervention „part of a majority consensus with the financial community“ (BBA 2005, 1). Diese Behauptung weist darauf hin, dass die europäischen Banken eine stärkere Rolle der EU in der Finanzmarktregulierung generell ablehnten. Dieses einheitliche Votum wurde nur vom Konsultationsschreiben des italienischen Bankenverbandes gebrochen. Die *Italian Banking Association* (ABI) forderte ein Registrierungsverfahren für Rating-Agenturen, das an „specific requirements“ zu binden sei (ABI 2005, 7).<sup>8</sup>

Betrachtet man die Banken in ihrer Rolle als Investoren, so wird deutlich, dass sie durchaus einen Veränderungsbedarf sahen. Allerdings setzten sie einen anderen Schwerpunkt als die US-Akteure. Demnach lag das Problem nach dem Dafürhalten der europäischen Banken nicht in der ungesicherten Qualität von Ratings, sondern in der Einbindung von Ratings in Regulierungs- oder Investitionsvorschriften: „the widespread use of ratings in European legislation is not supported“ (BBA, 2005, 1). Ähnlich argumentierten auch die *European Association of Public Banks* (EAPB 2005, 2) sowie die EBF (2005, 5). Insofern ist festzuhalten, dass diese Banken stärker an der Wurzel der Macht von Rating-Agenturen ansetzten und einen weiteren regulatorisch induzierten Bedeutungszuwachs der Agenturen, der ihre Handlungsfreiheit einschränken könnte, verhindern wollten. Diese alternative Schwerpunktsetzung kann damit begründet werden, dass die regulatorische Verwendung von Ratings in Europa zu jenem Zeitpunkt noch relativ neu war. Deshalb war hier die Pfadabhängigkeit ungleich schwächer ausgeprägt als in den USA. Die Sorge, ein individuelles EU-Regime gefährde die eigene Wettbewerbsfähigkeit, dominierte auch bei Investoren wie etwa Versicherungsunternehmen, die in einigen Mitgliedsstaaten schon durch Ratings reguliert worden waren (Europäische Kommission 2010, 29). Ihnen zufolge führe ein individuelles EU-Regime zu höheren Kosten für europäische Investoren (z.B. *Association of British Insurers*, AOBI, 2005, 2).

Auch weitere europäische Emittenten distanzieren sich von einem EU-Regelwerk. Der Arbeitgeberverband *Union of Industrial and Employers' Confederation of Europe* (UNICE)<sup>9</sup> sprach sich für Selbst-Regulierung durch den IOSCO-Code aus. Ein EU-Regime gefährde die Wettbewerbsfähigkeit der Emittenten, Doppelstrukturen führten zu höheren Kosten und riskierten die Etablierung von Markteintrittsbarrieren: „The European Union should not deviate from the IOSCO standards as this could make access to global capital markets more difficult for European issuers“ (UNICE 2005, 2). Aus ähnlichen Erwägungen leiteten auch die *Association of Corporate Treasurers* (ACT) und die *Association Française des Trésoriers d'Entreprises* (AFTE), die die europäischen Pendanten zum US-amerikanischen AFP bilden, ihre Ablehnung einer europäischen Regulierung ab: „We consider the market to be the best regulator of CRAs“ (ACT/AFTE 2004, 2). Auffällig ist auch, dass der in der öffentlichen Debatte

---

<sup>7</sup> Lag der Fokus in den USA eher auf institutionellen Anlegern wie Investmentfonds, traten in der EU Banken stärker in Erscheinung. Das ist wohl auf das traditionell kreditbasierte Finanzsystem kontinentaleuropäischer Länder zurückzuführen. Analog ist die Konzentration auf die jeweils entscheidenden Akteure entsprechend dem Interesse an den „domestic sources“.

<sup>8</sup> Dieser Alleingang ist wohl auf die Erfahrungen der italienischen Banken im Fall *Parmalat* zurückzuführen.

<sup>9</sup> Mittlerweile ist dieser Verband unter dem Namen *BusinessEurope* tätig

gelegentlich angeführte Wunsch nach einer starken europäischen Rating-Agentur, die die Belange europäischer, insbesondere mittelständischer Firmen versteht, von den europäischen Emittenten nicht eingebracht wurde. Diese Forderung wurde, wie oben gezeigt, lediglich von den kleinen europäischen Agenturen aufgestellt (CESR 2005c, 24). Eine Unzufriedenheit mit den etablierten Agenturen, wie sie im US-amerikanischen Handlungsblock belegt werden konnte, war bei den europäischen Emittenten nicht festzustellen.

Die europäischen Wirtschaftsakteure lehnten eine EU-Regulierung also aus Sorge um die eigene Wettbewerbsfähigkeit ab. Vielmehr müsse die Politik aus Nutzersicht verhindern, dass Rating-Agenturen weiter an struktureller Macht gewinnen: „There seems to be an almost unanimous agreement among respondents on the fact that the use of ratings in European legislation should not be encouraged“ (CESR 2005c, 6). Bei den Positionen der europäischen Emittenten fällt auf, dass es in Europa, anders als in den USA, offenbar keine tiefgreifende Unzufriedenheit mit der Performanz der etablierten Agenturen gab.

### 3.2.2 Regulierungsbehörden: CESR

Auf EU-Ebene gab es im Jahr 2006 noch keine zentrale Wertpapiermarktregulierungsbehörde. Deshalb sind hier die Positionen und Interessen nationaler Regulierungsbehörden von Interesse, die wiederum aus veröffentlichten Dokumenten des *Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden* (CESR) abgeleitet werden können. Auf Antrag der EU-Kommission veröffentlichte CESR im März 2005 ein „technical advice“, in dem CESR der Kommission empfahl, Rating-Agenturen auf europäischer Ebene nicht zu regulieren. Freiwillige Selbst-Regulierung durch den IOSCO-Code sei das gebotene Mittel (CESR 2005a, 1), die europäische Politik solle sich auf die Beobachtung weiterer Marktentwicklungen beschränken: „A clear majority of CESR members supports a ‘wait and see‘ approach, where no recognition system is set up at present, and the effects of the IOSCO Code are given time to work“ (ebd.).

Die Genese dieser Position kann aus dem „technical advice“ selbst abgeleitet werden. In dem Bericht wurden zunächst mögliche Auswirkungen von Interessenkonflikten, Beratungsdienstleistungen (CESR 2005b, 14f) und Rating-Methoden (ebd., 27) analysiert. CESR kam dabei zu dem Schluss, dass allen potentiellen Problemen mit einer freiwilligen Implementierung des IOSCO-Codes durch die Rating-Agenturen begegnet werden könne: „the IOSCO Code will improve the quality and integrity of the rating process and the transparency of credit rating agencies‘ operations“ (CESR 2005a, 1).

Aus dieser Präferenz für die IOSCO-Prinzipien leitete CESR vier mögliche Handlungsoptionen für die europäischen Politik ab (CESR 2005b, 41). Demnach könnte sich die EU-Kommission auf die Beobachtung weiterer Marktentwicklungen beschränken und auf regulatorische Maßnahmen verzichten (Option A). Alternativ dazu könnte die Übereinstimmung der individuellen Verhaltenskodizes der Rating-Agenturen mit dem IOSCO-Code durch einen Dritten zertifiziert oder durchgesetzt werden (Option B). Drittens wäre auf europäischer Ebene ein regulatorischer Registrierungsmechanismus für Rating-Agenturen mit einem vorgegebenen Set an Kriterien denkbar (Option C). Viertens könnten die IOSCO-Regeln in die europäische Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen (CRD) integriert werden. Gemäß dieser Richtlinie müssten sich Rating-Agenturen dann als sogenannte *External Credit Assessment Institutions* (ECAI) bewerben (Option D).

Weil sich CESR letztlich für Option A aussprach, könnte man annehmen, dass die nationalen Regulierungsbehörden schlicht den Forderungen heimischer Wirtschaftsakteure folgten. Für diese Annahme spricht etwa, dass CESR einen Regulierungsmechanismus dezidiert deshalb ablehnte, weil Option C bei Wirtschaftsakteuren keinen Zuspruch finde: „The majority of industry participants expressed reservations about having any regulatory mechanism“ (CESR 2005b, 46). Ein

Registrierungsmechanismus mit konkreten Kriterien könne Markteintrittsbarrieren errichten und als Innovationsbremse wirken (ebd., 46). Den Rating-Agenturen könnten zudem Kosten entstehen, wodurch Ratings teurer würden. In der Konsequenz würde damit eine Markteintrittsbarriere für kleinere Emittenten etabliert (ebd.). Der Verzicht auf Regulierung (Option A) werde hingegen von Rating-Agenturen, Emittenten und Nutzern von Ratings gleichermaßen unterstützt: „Therefore, selecting this option would help to continue the constructive dialogue and co-operation between the regulatory community and the market“ (ebd., 42). Dieser Verweis auf zukünftige Kooperation zeigt aber auch, dass CESR in seiner Empfehlung nicht nur opportunistisch den Wirtschaftsakteuren folgte, sondern eigene Interessen verfolgte.

Dieser Befund wird noch klarer bei der Analyse der zusätzlich angeführten Argumente. Diese zielten mehrheitlich auf die Vermeidung von Kosten ab. Das bezog sich einerseits auf tatsächlich materielle Kosten. So sah CESR Option B kritisch, weil unklar sei, wer die Zertifizierungs- oder Durchsetzungsfunktion übernehmen könne: „There is no obvious body or institution already in existence that could be guaranteed to perform the role of certification/enforcement body in a truly independent manner“ (CESR 2005b, 43). Der Hinweis auf das Fehlen einer „Compliance“-Organisation impliziert, dass eine solche Organisation erst geschaffen werden müsste. Weil damals eine zentrale europäische Behörde noch nicht zur Diskussion stand (Rosenbaum 2008, 29), lag es nahe, dass die Ansiedlung solcher Organisationen bei den nationalen Regulierungsbehörden notwendig würde. An dieser Stelle wird nun der erste entscheidende Interessensunterschied zwischen SEC und den europäischen Regulierungsbehörden deutlich: Während die SEC die Abgabe von Kompetenzen fürchtete, konnte es den nationalen Regulierungsbehörden der EU nicht darum gehen, Kompetenzen zu verlieren. Weil eine Zuständigkeit für Rating-Agenturen in der EU bislang nicht verteilt war, lehnten die nationalen Behörden wachsende Kompetenzen mit dem Verweis auf zusätzliche Kosten ab.

Darüber hinaus führte CESR auch nicht-materielle Kosten ins Feld. Option C wurde mit dem Argument abgelehnt, dass ein individuelles EU-Regime zu Konflikten mit anderen Ländern führen könnte (CESR 2005b, 46). Option D lehnte CESR schließlich mit dem Verweis auf potentielle Konflikte zwischen Bankenaufsichtsbehörden und Wertpapierregulierungsbehörden ab (ebd., 47). Eine Koppelung der Aufsicht von Banken und Rating-Agenturen führe zu erhöhter Komplexität und zusätzlichen Koordinierungsproblemen. Das gelte vor allem für die Mitgliedsstaaten, die die Banken- und Wertpapierregulierung nicht in einer Behörde gebündelt haben (ebd.).

In der Gesamtschau ist festzuhalten, dass die nationalen Regulierungsbehörden der EU eine gesetzliche Regulierung von Rating-Agenturen ablehnten, indem sie Argumente von Emittenten, Investoren und den Rating-Agenturen selbst übernahmen. Das zeugt von einer gewissen Konfliktscheu der Behörden. Letztere konnte aus ihren Interessen abgeleitet werden. Anders als in den USA gab es in der EU keine Pfadabhängigkeit für die Zuständigkeit für Rating-Agenturen. Deshalb konnten die nationalen Regulierungsbehörden auch keine Macht verlieren. In dieser Logik dominierte für sie die Sorge, eine regulatorische Intervention könne zu materiellen und immateriellen Kosten sowie vermeidbaren Konflikten führen.

### 3.3 Zusammenfassung der Ergebnisse

Ziel der vorliegenden Arbeit war es nachzuweisen, dass im Vorfeld der divergenten Politikentscheidungen in den USA und der EU eine Varianz auf den unabhängigen Variablen, also eine Varianz der „domestic sources“ vorlag. Diese Varianz konnte empirisch belegt werden. So leiteten die Wirtschaftsakteure beider Handlungsblöcke aus ihren individuellen Interessen diametral unterschiedliche Präferenzen ab. In den

USA wurde bei den Positionen der Rating-Agenturen eine Interessenfragmentierung deutlich. Diese artikuliert sich in der Gegenüberstellung von etablierten NRSRO und kleineren Agenturen ohne NRSRO-Status. War es im Interesse der großen Agenturen, den *Status quo* zu erhalten, formulierten kleinere Agenturen Reformvorschläge, um die eigene Position im Markt zu verbessern. Grundsätzlich erwarteten diese kleinen US-Agenturen, dass ein Regulierungsregime mit der bisher intransparenten NRSRO-Vergabe brechen und mehr Wettbewerb ermöglichen würde. Dem lag das Selbstbewusstsein der kleinen Agenturen zugrunde, sie könnten hohe Standards zur NRSRO-Registrierung erfüllen, wenn sie sie nur kennen würden. Den europäischen Rating-Agenturen fehlte dieses Selbstbewusstsein, wohl auch vor dem Hintergrund der überwältigenden amerikanischen Konkurrenz. Deshalb sprachen sie sich unisono gegen eine EU-Regulierung aus. Diese Position resultierte aus der Beschaffenheit der europäischen Agenturen. Als kleine oder nur lokal tätige Firmen sahen sie in einem europäischen Regime die Gefahr, dass Implementierungskosten ihre Marktposition weiter verschlechtern und die etablierten US-Agenturen übervorteilen würden. Diese Sorge um die Wettbewerbsfähigkeit teilten die kleinen Agenturen der USA nicht, sondern erhofften sich im Gegenteil bessere Chancen. Insofern leiteten die Rating-Agenturen ihre Positionen aus individuellen Interessen ab, die auf die eigene Stellung im Markt zurückzuführen waren.

Die Analyse weiterer Marktakteure konnte zeigen, dass es bei US-Emittenten eine tiefgreifende Unzufriedenheit mit der Arbeit der etablierten Rating-Agenturen gab. Eine vergleichbare Tendenz lag in der EU nicht vor. Weil Ratings in den USA umfassend in Investitionsrichtlinien eingebunden sind, sahen die Investoren dort die Notwendigkeit einer Regulierung. In der EU setzten Investoren hingegen einen anderen Schwerpunkt und wollten die regulatorisch induzierte Bedeutung von Rating-Agenturen brechen. In diesem Punkt werden unterschiedliche Pfadabhängigkeiten in den USA und der EU deutlich. Während die regulatorisch induzierte Bedeutung von Rating-Agenturen in den USA schon seit Jahrzehnten strukturell gesetzt war, wurde die individuelle Situation in der EU von Marktteilnehmern nicht als unumkehrbar perzipiert. Dass Wirtschaftsvertreter in der EU freiwillige Selbst-Regulierung der Rating-Branche forderten, dokumentiert schließlich, dass diese Akteure eine zu starke Rolle der EU bei der Regulierung von Finanzmärkten generell ablehnten. Emittenten und Investoren sahen ein individuelles EU-Regime als Angriff auf ihre Wettbewerbsfähigkeit.

In beiden Handlungsblöcken entsprach die jeweilige Politikentscheidung den Präferenzen bedeutender heimischer Emittenten und Investoren, in der EU auch denen der Rating-Agenturen. Demnach konnte die empirische Analyse auch die eingangs aufgestellte Hypothese bestätigen, wonach die Politik Regulierungsentscheidungen nicht gegen mehrheitliche Präferenzen heimischer Wirtschaftsakteure durchsetzt.

Ein ähnliches Bild ergab die Erörterung der Regulierungsbehörden. So entsprachen die divergenten Politikentscheidungen ihren Empfehlungen. Während die SEC die gesetzliche Erweiterung ihres Mandats forderte, lehnte CESR eine gesetzliche Regulierung stellvertretend für die nationalen EU-Regulierungsbehörden ab. Bei oberflächlicher Betrachtung wäre zu vermuten, dass die Behörden einem „Capture“ durch die heimische Wirtschaft unterlagen und deshalb deren Voten folgten. Entgegen dieser Annahme einer opportunistischen Logik konnte jedoch gezeigt werden, dass die vorliegende Varianz bei den Regulierungsbehörden auch auf deren individuelle Interessen zurückzuführen war. So folgte CESR einer anderen Strategie als die SEC. Während Letztere in erster Linie den eigenen Machterhalt fokussierte, standen für die europäischen Regulierungsbehörden solche Erwägungen nicht im Vordergrund. Ihr Fokus lag auf der Vermeidung von Konflikten und Kosten. Das ist zuvorderst damit zu begründen, dass in der EU bis dahin keine Tradition zum Umgang mit Rating-Agenturen bestand. In den USA hingegen besaß die SEC schon seit der Einführung des NRSRO-Status im Jahr 1975 die Deutungshoheit über Rating-

Agenturen. Im Ergebnis konnte mithin auch die zweite Hypothese bestätigt werden, wonach die Politik den Empfehlungen der Regulierungsbehörden folgt, deren Positionen wiederum auf Interessen zurückzuführen sind.

Weil Wirtschaftsakteure und Regulierungsbehörden in den jeweiligen Handlungsblöcken weitgehend übereinstimmende Positionen vertraten, konnte bislang keine Aussage darüber getroffen werden, welche Akteure für die Politikentscheidungen nun ausschlaggebend gewesen sind. Zahlreiche Befunde weisen allerdings darauf hin, dass die Regulierungsbehörden besonders wirkmächtig waren. Der Nachweis dafür lässt sich in der EU anhand der Aussagen der Europäischen Kommission führen. Sie verwies bei ihrer Entscheidung gegen Regulierung explizit auf das Votum von CESR: „Als Leitfaden für dieses Konzept dienten die Ratschläge des CESR“ (Europäische Kommission 2006, 2). Darüber hinaus war die Ablehnung von Regulierung durch die Wirtschaftsakteure in der EU schon bekannt, bevor CESR überhaupt mit der Untersuchung der Regulierungsnotwendigkeit beauftragt wurde (vgl. Europäisches Parlament 2004, 6). Insofern muss die Empfehlung von CESR als ausschlaggebend für die getroffene Politikentscheidung gewertet werden.

Für die USA ergibt sich in der zeitlichen Abfolge eine ähnliche Kausalität. Waren die Positionen von Wirtschaftsvertretern schon länger bekannt und in Anhörungen artikuliert, ergriff der Kongress erst dann legislative Schritte, als die SEC einen Positionswechsel vollzogen hatte und öffentlich eine neue gesetzliche Grundlage forderte. Und noch ein Indiz spricht für den großen Einfluss der US-Regulierungsbehörde. So sind die Maßnahmen, die im CRARA tatsächlich ergriffen wurden, im Wesentlichen deckungsgleich mit den Forderungen der SEC. Die Vorschläge der Wirtschaftsvertreter gingen hingegen teils über das politisch Beschlossene hinaus, teils blieben sie dahinter zurück. Die etablierten Agenturen lehnten eine Regulierung faktisch ab. Die Konvergenz zwischen der Politikempfehlung der SEC und den im CRARA implementierten Maßnahmen weist auf den besonderen Einfluss der US-Regulierungsbehörde hin.

In der Gesamtschau kann das Vorgehen der USA im Jahr 2006 damit erklärt werden, dass dort der heimische Widerstand gegen eine Regulierung auf die etablierten Rating-Agenturen beschränkt war und dass die SEC mit dem Ziel des Machterhalts Handlungsfähigkeit unter Beweis stellen musste. In der EU hingegen können Sorgen heimischer Akteure um ihre Wettbewerbsfähigkeit sowie die Ablehnung neuer Kosten und Konflikte durch die Regulierungsbehörden das Ausbleiben politischer Intervention erklären.

#### 4. Kritische Würdigung alternativer Erklärungen

Situiert im theoretischen Rahmen des politikwissenschaftlichen Liberalismus, konzentrierte sich die vorliegende Arbeit auf die „domestic sources“. Schon eingangs konnten Kategorien wie die Zivilgesellschaft sowie der externe Anschlag durch die *Enron*-Insolvenz als alleinige Erklärungsfaktoren ausgeschlossen werden.

Im Für und Wider der pluralistischen politikwissenschaftlichen Landschaft könnte die getroffene Wahl dennoch auf Ablehnung stoßen. Realistische Ansätze könnten etwa auf den „black-box“-Charakter von Staaten verweisen und der Deutung widersprechen, dass heimische Einflüsse entscheidend seien. Vielmehr müssten nationale Interessen berücksichtigt werden. Eine solche Konstellation läge etwa vor, wenn Rating-Agenturen US-Staatsanleihen systematisch schlechter bewertet hätten als die der EU-Staaten. Das war innerhalb des gewählten Untersuchungszeitraumes nicht der Fall. Laut Rosenbaum (2008, 46) deuteten „[a]lle Äußerungen der Agenturen der letzten Jahre darauf hin, dass das ‚Triple A‘ [der USA] in den nächsten Jahren nicht gefährdet“ sei. Dass die USA im Jahr 2011 tatsächlich herabgestuft wurden, war bei der Implementierung des CRARA nicht absehbar. Die große Bedeutung der

Regulierungsbehörden, die in dieser Arbeit herausgearbeitet wurde, spricht darüber hinaus für das Erklärpotenzial heimischer Einflüsse.

Alternativ dazu könnte man auf die Bedeutung institutioneller Arrangements verweisen und etwa die Mitgliedschaft der EU-Staaten und der USA in der IOSCO näher beleuchten. Allerdings lag der Fokus dieser Arbeit von vornherein ausschließlich auf dem politischen Ziel einer gesetzlichen Regulierung. Die IOSCO hingegen entwickelte nur freiwillige Standards zur Selbst-Regulierung und „did not recommend that compliance with these rules should be enforced by national regulatory authorities“ (Pagliari 2012, 47). Deshalb ist auch auszuschließen, dass die USA in ihrer Entscheidung institutionellen Machtkonstellationen innerhalb der IOSCO folgten. Im Ausschluss alternativer Erklärungen erscheinen die von uns gewählten Erklärungszusammenhänge konsistent.

## 5. Schluss

Das hier bearbeitete politische Phänomen lag zeitlich vor dem Einsetzen der internationalen Finanzkrise. Seit 2008 scheinen sich die Vorzeichen der europäischen Politik verändert zu haben. So verabschiedeten das Europäische Parlament und der Rat der EU im Jahr 2009 auf Vorschlag der EU-Kommission eine rechtsverbindliche Verordnung<sup>10</sup> zur Regulierung von Rating-Agenturen. Die Verordnung setzt auf ähnliche Maßnahmen wie drei Jahre zuvor der CRARA in den USA. So müssen sich Rating-Agenturen, deren Ratings regulatorisch wirksam sein sollen, einem europäischen Registrierungsverfahren unterziehen (VO 2009, 9), welches auf größere Transparenz und den Ausschluss von Interessenskonflikten abhebt. Ganz offensichtlich hat sich in der EU eine neue Dynamik im Umgang mit Rating-Agenturen eingestellt. Dafür könnten mehrere Erklärungszusammenhänge ins Feld geführt werden. Die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit legen nahe, dass sich infolge der Krise die Positionen und Interessen heimischer Akteure in der EU verschoben haben. Dann wäre die Annäherung der EU an die USA eine Folge sich annähernder Präferenzen der Wirtschafts- und Regulierungsakteure der EU an die der USA. Gleichwohl wäre auch denkbar, dass die Finanzkrise als externer Schock zur Politisierung finanzpolitischer Themen geführt hat und in diesem Zusammenhang heimische Wirtschaftsakteure und Regulierungsbehörden an Einfluss verloren haben. Diese Fragestellungen gehen über den Leistungsumfang der vorliegenden Arbeit hinaus. Die Beobachtung, wonach sich die EU im Nachspiel der Finanzkrise den USA angenähert hat, böte ohne Zweifel interessanten Stoff für zukünftige Forschungsvorhaben.

---

<sup>10</sup> Die Verordnung wird im Folgenden zitiert als „VO 2009: S. xy“

## 6. Quellen- und Literaturverzeichnis

### 6.1 Primärquellen

- Association for Financial Professionals (AFP) 2002: Rating Agencies Survey: Accuracy, Timeliness, and Regulation – Report of Survey Results. In Sakarya Universität Online. Sakarya. URL:  
[http://web.sakarya.edu.tr/~adurmus/kredi\\_derecelendirme/ratings\\_survey.pdf](http://web.sakarya.edu.tr/~adurmus/kredi_derecelendirme/ratings_survey.pdf), abgerufen am 20.06.2012
- Association of British Insurers (AOBI) 2005: ABI response to CESR's Consultation Paper: CESR'S Technical Advice to the European Commission on possible measures concerning Credit Rating Agencies (CRAs). In ESMA Online. Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/2-Association\\_of\\_British\\_Insurers.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2-Association_of_British_Insurers.pdf), abgerufen am 21.06.2012
- Association of Corporate Treasurers (ACT)/ Association Française des Trésoriers d'Entreprises (AFTE) 2004: Comments in response to Consultation Paper (CESR/04-612b): CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies. In ESMA Online. Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/ACT\\_AFTE\\_Comments\\_to\\_CESR\\_01\\_2005.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/ACT_AFTE_Comments_to_CESR_01_2005.pdf), abgerufen am 16.06.2012
- Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) 2005a: Press Release – CESR favours Self-Regulation of Credit Rating Agencies established around an Internationally agreed code for the time being. In ESMA Online. Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/05\\_198.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/05_198.pdf), abgerufen am 20.06.2012
- Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) 2005b: CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies. In ESMA Online, Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/05\\_139b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/05_139b.pdf), abgerufen am 23.06.2012
- Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) 2005c: CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies – Feedback Statement. In ESMA Online. Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/05\\_140.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/05_140.pdf), abgerufen am 23.06.2012
- Barone, Ronald M. 2002: Testimony of Ronald M. Barone, Managing Director, Corporate and Government Ratings Group, Standard and Poor's. In Senate Committee on Governmental Affairs: Hearing: Rating the Raters – Enron and the Credit Rating Agencies. S. 7-8. Gov Online. Washington, DC. URL:  
<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-107shrg79888/pdf/CHRG-107shrg79888.pdf>, abgerufen am 12.06.2012
- British Banker's Association (BBA) 2005: BBA Response to CESR Technical Advice on possible measures concerning Credit Rating Agencies. In ESMA Online. Paris URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/BBA\\_CESR\\_RESPONSE\\_ON\\_CRAs\\_01\\_02\\_05.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/BBA_CESR_RESPONSE_ON_CRAs_01_02_05.pdf), abgerufen am 20.06.2012
- Bundesverband der Ratinganalysten und Ratingadvisor (BdRA) 2005: CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies - Comments on the Call for Evidence from CESR. In ESMA Online. Paris. URL:  
<http://www.esma.europa.eu/system/files/BdRA.pdf>, abgerufen am 19.06.2012
- Companhia Portuguesa de Rating (CPR) 2005: Letter – Comments within the Scope of the public Consultation on the Proposed Regulatory Framework for Credit Rating Agencies. In ESMA Online, Paris. URL: <http://www.esma.europa.eu/system/files/CPR.pdf>, abgerufen am 21.06.2012
- Corbet, Kathleen A. 2005: Testimony of Kathleen A. Corbet President of Standards & Poor's, a Division of the McGraw-Hill Companies, Inc., before the Committee on Banking Housing and Urban Affairs, United States Senate, February 8, 2005. In US-Senat Online.

- Washington, DC. URL:  
[http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=0074f8bd-8790-458f-8876-ca69981cfb04](http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=0074f8bd-8790-458f-8876-ca69981cfb04), abgerufen am 15.06.2012
- Diaz, John C. 2002: Testimony of John C. Diaz, Managing Director, Moody's Investors Service. In Senate Committee on Governmental Affairs: Hearing: Rating the Raters – Enron and the Credit Rating Agencies. S. 8-10. Gov Online. Washington, DC. URL:  
<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-107shrg79888/pdf/CHRG-107shrg79888.pdf>, abgerufen am 12.06.2012
- Egan, Sean J. 2005: Testimony of Sean J. Egan, Managing Director, Egan-Jones Ratings Co., Before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs - The Role of Credit Rating Agencies in the Capital Markets. In US-Senate Online. Washington, DC. URL:  
[http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=66c80ccf-ef70-40a0-815d-909b39fac24a](http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=66c80ccf-ef70-40a0-815d-909b39fac24a), abgerufen am 15.06.2012
- European Association of Public Banks (EAPB) 2005: EAPB Position on the CESR Consultation Paper CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies. In ESMA Online. Paris. URL:  
<http://www.esma.europa.eu/system/files/10-EAPB.pdf>, zuletzt abgerufen am 23.06.2012
- European Banking Federation (EBF) 2005: FBE response to CESR's consultation paper on technical advice to the European Commission on possible measures concerning Credit Rating Agencies. In ESMA Online. Paris. URL:  
<http://www.esma.europa.eu/system/files/16-FBE.pdf>, abgerufen am 23.06.2012
- Europäische Kommission 2006: Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen. In Amtsblatt der Europäischen Union vom 11.03.2006. C 59. S. 2-6. EU. Brüssel. URL:  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:DE:PDF>, abgerufen am 22.06.2012
- Europäische Kommission 2010: Public Consultation on Credit Rating Agencies. In Europäische Kommission Online. Brüssel. URL:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf), abgerufen am 25.06.2012
- Europäisches Parlament 2004: Bericht über die Rolle und Methoden von Rating-Agenturen. In Europäisches Parlament Online. Straßburg. URL:  
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A5-2004-0040+0+DOC+PDF+V0//DE>, abgerufen am 22.06.2012
- Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union 2009: Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates über Ratingagenturen. In Amtsblatt der Europäischen Union. 17.11.2009. L 302. S. 1-31. EU. Brüssel. URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:DE:PDF>, abgerufen am 21.06.2012
- Expertengruppe Europäische Wertpapiermärkte (ESME) 2008: Role of Credit Rating Agencies – ESME's report to the European Commission. In Europäische Kommission Online. Brüssel. URL:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/agencies/report\\_040608\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/report_040608_en.pdf), abgerufen am 20.06.2012
- Hunt, Isaac C. 2002: Testimony concerning the Role of Credit Rating Agencies in the U.S. Securities Markets, before the Senate Committee on Governmental Affairs. In SEC Online. Washington, DC. URL: <http://www.sec.gov/news/testimony/032002tsih.htm>
- ICAP 2005: Response to CESR's consultation paper 'Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies'. In ESMA Online.

- Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/ICAP\\_Response\\_to\\_CESR\\_Consultation\\_30\\_11\\_2004.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/ICAP_Response_to_CESR_Consultation_30_11_2004.pdf), abgerufen am 21.06.2012
- Italian Banking Association (ABI) 2005: ABI's position on CESR's Consultation Paper on the Regulation of Rating Agencies. In ESMA Online. Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/ABI\\_s\\_position\\_on\\_CESR\\_s.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/ABI_s_position_on_CESR_s.pdf), abgerufen am 12.06.2012
- Joynt, Stephen W. 2005: Statement of Stephen W. Joynt, President and Chief Executive Officer Fitch Ratings, To United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs February 8, 2005. In US-Senat Online. Washington, DC. URL:  
[http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=e9d18f5e-0290-4622-83d1-fa6f6b6de7da](http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=e9d18f5e-0290-4622-83d1-fa6f6b6de7da), abgerufen am 12.06.2012
- Kaitz, James A. 2005: Statement of James A. Kaitz, President and CEO The Association for Financial Professionals, before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Tuesday, February 8, 2005. In US-Senat Online. Washington, DC. URL:  
[http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=9fb2ed49-b5de-4571-b3ea-ed7b65c872e9](http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=9fb2ed49-b5de-4571-b3ea-ed7b65c872e9), abgerufen am 20.06.2012
- Kongress der Vereinigten Staaten 2002: Sarbanes-Oxley Act of 2002. In SEC Online. Washington, DC. URL: <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>, abgerufen am 23.06.2012
- Kongress der Vereinigten Staaten 2006: Credit Rating Agency Reform Act of 2006. In GPO Online. Washington, DC. URL: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-109publ291/pdf/PLAW-109publ291.pdf>, abgerufen am 23.06.2012
- Malvey, Jack 2002: Role and Function of Credit Rating Agencies in the Securities Markets - Introductory Comment. In SEC Online. Washington, DC. URL:  
<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/lehmanbrothers.htm>, abgerufen am 21.06.2012
- Nazareth, Annette L. 2003: Testimony concerning Rating the Rating Agencies: The State of Transparency and Competition, before the House Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, Committee on Financial Services. In US-Repräsentantenhaus Online. Washington, DC. URL:  
<http://archives.financialservices.house.gov/media/pdf/040203an.pdf>, abgerufen am 21.06.2012
- Nazareth, Annette L. 2005: Testimony concerning Credit Rating Agencies, before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises, Committee on Financial Services. In SEC Online. Washington, DC. URL:  
<http://www.sec.gov/news/testimony/ts041205aln.htm>, abgerufen am 15.05.2012
- Pellecchia, Ralph G. 2002: Testimony of Ralph G. Pellecchia, Senior Director, Global Power Group, Fitch Ratings. In Senate Committee on Governmental Affairs: Hearing: Rating the Raters – Enron and the Credit Rating Agencies. S. 10-12. Gov Online. Washington, DC. URL: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-107shrg79888/pdf/CHRG-107shrg79888.pdf>, abgerufen am 12.06.2012
- Prof. Dr. Schneck Rating GmbH (SR) 2005: Comments to CESR's Consultation Paper regarding technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies. In ESMA Online. Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR\\_Submission\\_Prof.\\_Dr.\\_Schneck\\_Rating.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR_Submission_Prof._Dr._Schneck_Rating.pdf), abgerufen am 23.06.2012
- Rating Evidence 2005: CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies - Comments on the Call for Evidence from CESR. In ESMA Online. Paris. URL:  
[http://www.esma.europa.eu/system/files/2005\\_01\\_25\\_Bonde\\_CESR.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2005_01_25_Bonde_CESR.pdf), abgerufen am 20.06.2012

- Senate Staff 2002: Financial Oversight of Enron – The SEC and other Private-Sector Watchdogs. in GPO Online. Washington, DC. URL: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT82147/pdf/CPRT-107SPRT82147.pdf>, zuletzt abgerufen am 22.06.2012
- Slovak Rating Agency (SRA) 2005: CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies - Comments on the Consultation paper. In ESMA Online. Paris. URL: [http://www.esma.europa.eu/system/files/Slovak\\_Rating\\_Agency.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/Slovak_Rating_Agency.pdf), abgerufen am 20.06.2012
- Stevens, Paul Scott 2006: Statement of Paul Scott Stevens, President Investment Company Institute, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, on Assessing the current Oversight and Operation of Credit Rating Agencies, March 7, 2006. In US-Senate Online. Washington, DC. URL: [http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore\\_id=316a0acc-f3bc-4d8b-b09f-d013fb60e81b](http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=316a0acc-f3bc-4d8b-b09f-d013fb60e81b), abgerufen am 20.06.2012
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) 2003a: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. In SEC Online. Washington, DC. URL: <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>, abgerufen am 20.06.2012
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) 2003b: Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Law. In SEC Online. Washington, DC. URL: <http://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>, abgerufen am 20.06.2012
- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) 2003c: Dominion Bond Rating Service Limited. In SEC Online. Washington, DC. URL: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mr-noaction/dominionbond022403-out.pdf>, abgerufen am 21.06.2012
- Union of Industrial and Employers' Confederation of Europe (UNICE) 2005: UNICE comments in CESR'S Consultation on potential regulatory approaches for Credit Rating Agencies. In ESMA Online. Paris. URL: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2-UNICE.pdf>, abgerufen am 21.06.2012

## 6.2 Sekundärliteratur

- Beck, Hanno/Wienert, Helmut 2010: Zur Reform des Rating-(Un)Wesens – Bestandsaufnahme und eine Reform-Option. In Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften Band 61. S. 45-67. Vandenhoeck & Ruprecht. Göttingen
- Blaurock, Uwe 2007: Control and Responsibility of Credit Rating Agencies. In Electronic Journal of Comparative Law Volume 11.3. NCLA. Maastricht. URL: <http://www.ejcl.org/113/article113-16.pdf>, abgerufen am 25.06.2012
- Covitz, Daniel M./Harrison, Paul: 2003: Testing Conflicts of Interest at Bond Rating Agencies with Market Anticipation – Evidence that Reputation Incentives Dominate. FEDS Working Paper. Federal Reserve Board. New York.
- Gottwald, Jörn-Carsten 2011: Regulierung der Finanzmärkte in der EU – Möglichkeiten und Grenzen der politischen Gestaltung dynamischer Märkte im Europäischen Mehr-Ebenen-System. Nomos. Baden-Baden
- Helleiner, Eric/Pagliari, Stefano 2011: The End of an Era in International Financial Regulation? A Postcrisis Research Agenda. In International Organization 65 (Winter). S. 169-200. The IO Foundation. Cambridge, MA
- Hiß, Stefanie/Nagel, Sebastian 2012: Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung. Nomos. Baden-Baden
- Hume, Lynn 2005: Goldschmid Wants New Powers – Aims for Rating Agency Oversight. In The Bond Buyer vom 04.03.2005. S. 1. New York
- Lütz, Susanne 2002: Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten – Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA. Campus Verlag. Frankfurt/New York

- Lütz, Susanne 2011: Back to the future? The domestic sources of transatlantic regulation. Introduction to the Special issue. In *Review of International Political Economy* 18 (4). S. 3-22. Routledge Taylor and Francis Group. Oxford
- Pagliari, Stefano 2012: Who Governs Finance? The Shifting Public-Private Divide in the Regulation of Derivates, Rating Agencies and Hedge Funds. In *European Law Journal*. Vol 18. No. 1. S. 44-61. Blackwell Publishing Ltd. Oxford
- Pfeifer, Johannes 2005: Die Finanzmarktaufsicht Italiens – Eine Analyse ihres Entwicklungspfades und ihres Versagens im Parmalat-Skandal. In *REGEM Analysis* 18. Trier
- Rom, Mark Carl 2009: The Credit Rating Agencies and the Subprime Mess: Greedy, Ignorant, and Stressed?. In *Public Administration Review* Volume 69. July/August 2009. S. 640-650. The American Society for Public Administration. Washington, DC
- Rosenbaum, Jens 2008: Der politische Einfluss von Rating-Agenturen. VS Verlag für Sozialwissenschaften. Wiesbaden
- Sinclair, Timothy J. 2005: *The New Masters of Capital - American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Cornell University Press. New York
- Singer, David Andrew 2007: *Regulation Capital – Setting Standards for the International Financial System*. Cornell University Press. Ithaca und London