



Patrick Andrieu

## Ratingagenturen in der Krise



PETER LANG

Niemals zuvor war die Kritik an den Ratingagenturen größer als in jüngerer Vergangenheit. Durch spektakuläre Fehlbewertungen im Bereich der strukturierten Finanzmarktprodukte tragen die Agenturen einen erheblichen Anteil an der Krise an den internationalen Finanzmärkten. Als Reaktion auf die mangelnde Qualität der von den Agenturen vergebenen Ratings wurden Rufe nach einer Regulierung immer lauter. Eine aufsichtsbehördliche Regulierung schien daher unausweichlich, so dass die Europäische Union 2009 eine Verordnung über Ratingagenturen als Antwort auf all die aufgeworfene Kritik verabschiedete. Die Arbeit setzt sich mit den von der EU verabschiedeten Maßnahmen auseinander und geht zudem der Frage nach, ob diese in der Lage sind, den Qualitätsstandard von Ratings zu sichern und somit das Vertrauen in die Agenturen wieder herzustellen.

Patrick Andrieu wurde 1985 in Graz geboren. Er studierte an der Universität Graz Betriebswirtschaft sowie Rechtswissenschaften und spezialisierte sich im Bereich europäisches und internationales Wirtschafts- und Unternehmensrecht. Der Autor schloss das Studium der Rechtswissenschaften 2009 ab und ist derzeit im OLG-Sprengel Graz als Rechtspraktikant tätig.

[www.peterlang.de](http://www.peterlang.de)

## Ratingagenturen in der Krise

# Europäische Hochschulschriften

Publications Universitaires Européennes  
European University Studies

## **Reihe II** **Rechtswissenschaft**

Série II Series II  
Droit  
Law

**Bd./Vol. 5001**



**PETER LANG**

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Patrick Andrieu

## Ratingagenturen in der Krise

Über die Einführung von Qualitätsstandards  
für Ratings durch die Europäische Union



**PETER LANG**

Internationaler Verlag der Wissenschaften

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Gedruckt mit freundlicher Unterstützung  
des Landes Steiermark,  
Abteilung 3 – Wissenschaft und Forschung



Das Land  
Steiermark

→ Wissenschaft

Gedruckt auf alterungsbeständigem,  
säurefreiem Papier.

ISSN 0531-7312  
ISBN 978-3-653-00261-4

© Peter Lang GmbH  
Internationaler Verlag der Wissenschaften  
Frankfurt am Main 2010  
Alle Rechte vorbehalten.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

[www.peterlang.de](http://www.peterlang.de)

*Für*  
*Stephanie*





## Vorwort

Das vorliegende Werk von Patrick Andrieu basiert auf einer im Juni 2009 an der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Karl-Franzens-Universität Graz eingereichten Diplomarbeit. Das Thema des Werkes ist zum einen von hoher Aktualität und zum anderen von rechtspolitischer Brisanz.

Das Wirken und der Einfluss der Ratingagenturen als Akteure an den Finanzmärkten wurde in jüngster Zeit durch die Ausweitung der Finanzkrise zu einer weltweiten Wirtschaftskrise zusehends kritisch hinterfragt. Damit drängt sich eine Auseinandersetzung mit diesem Thema nahezu auf, wenngleich es überraschend ist, dass in den bisherigen Stellungnahmen in der Literatur nur wenige Stimmen zu finden sind, die sich aus einer rein juristischen Perspektive an dieses Thema heranwagen.

Die Bemühungen um eine Neuordnung des Finanzmarktssystems im Wege der Schaffung von Rahmenbedingungen für das Funktionieren der Finanzmärkte waren in den letzten Monaten weltweit erkennbar. Über die erforderlichen Reformen des Finanzmarktssystems besteht kein Zweifel, jedoch kann deren Ausmaß und die Tragweite noch nicht abgeschätzt werden. Die Furcht vor einer Überregulierung der Marktmechanismen und die Bedenken vor einer Stärkung der Rolle des Staates wurden bei den einzelnen Reformansätzen ebenso zum Ausdruck gebracht wie die Sorge, dass die Reform des Finanzsystems nicht umfassend genug ausfallen würde. Die aktuelle Diskussion um eine Reform der Finanzmärkte umfasst auch die bisherige und zukünftige Rolle der Ratingagenturen im Gesamtgefüge des Finanzsystems. Die negativen Auswirkungen der Fehlbewertungen durch die Ratingagenturen waren ausschlaggebend dafür, dass man sich in der Europäischen Union zumindest dahingehend einigte, die Ratingagenturen im Rahmen der Reformbestrebungen im Hinblick auf die Schaffung eines Ordnungsrahmens zum Zwecke der Herstellung einer Balance unterschiedlicher Interessenlagen in die Reform miteinzubeziehen.

Die Europäische Union hat mit dem Beschluss der Rating-VO im Jahre 2009 einen Weg beschritten, der sowohl den Schutz der Interessen der Verbraucher als auch der Anleger und letztendlich auch das Funktionieren des Binnenmarktes gewährleisten soll. Der Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) erfährt durch die nunmehr vorgesehene Registrierungspflicht von Agenturen eine Aufwertung seines Wirkens. Die einzelnen Vorschriften der Rating-VO zielen auf eine Erhöhung der Transparenz und eine Ausweitung der Offenlegungspflichten ab.

Die in der VO enthaltenen Maßnahmen dienen der Qualitätssicherung, welche die Aktualität der Ratings und deren Vergleichbarkeit gewährleisten soll, um auf diese Weise Marktveränderungen berücksichtigen zu können. Ob es mit dem in der Rating-VO vorgesehenen Katalog an Maßnahmen gelingen wird, die Qualität der Ratings zu verbessern, bleibt abzuwarten.

Der Autor bietet in dieser Arbeit nicht nur eine Darstellung der aktuellen Diskussion, sondern gewährt einen tiefen Einblick in die Ursachen für das bisherige Versagen der Ratingagenturen, wobei die Argumente des Autors stets ausgewogen vorgebracht werden. Auf diese Weise stellt das vorliegende Werk einen verdienstvollen Beitrag für die weitere wissenschaftliche Diskussion dar und verdient es daher, einem größeren Leserkreis näher gebracht zu werden.

Graz, im November 2009

Tomislav Borić

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	11
1 Einleitung.....	15
2 Ratings und Ratingagenturen .....	21
2.1 Ratings .....	21
2.1.1 Begriffsbestimmung.....	21
2.1.2 Bedeutung von Ratings.....	26
2.1.2.1 Ökonomischer Nutzen.....	27
2.1.2.2 Regulierung der Kapitalmärkte .....	29
2.2 Ratingagenturen.....	36
2.2.1 Rolle der Agenturen.....	36
2.2.2 Entwicklung und gegenwärtige Marktverhältnisse .....	40
2.2.3 Überblick über die wichtigsten Agenturen.....	41
2.2.3.1 Standard&Poor's .....	41
2.2.3.2 Moody's Investors Service.....	42
2.2.3.3 Fitch Ratings.....	43
3 Bestehender Rechtsrahmen für Ratingagenturen .....	44
3.1 Gemeinschaftsrecht.....	44
3.1.1 Marktmissbrauchrichtlinie.....	44
3.1.2 Märkte für Finanzinstrumente .....	48
3.1.3 „Anerkannte Ratingagentur“ nach RL 2006/48/EG .....	49
3.2 Selbstregulierung der Agenturen.....	51
3.2.1 IOSCO Code of Conduct Fundamentals .....	51
3.2.2 Effektivität der Selbstregulierung.....	54
3.2.3 Maßnahmen der Agenturen .....	55
4 Sicherung der Ratingqualität .....	58
4.1 Möglichkeiten zur Messung der Ratingqualität .....	58
4.1.1 Ausfallsstudien.....	58
4.1.2 Migrationsmatrizen.....	59
4.1.3 Ratingverteilung vor Zahlungsausfall.....	60
4.2 Anforderungen an den Standard von Ratings und Methoden .....	61
4.2.1 Adäquanz der Ratingmethoden und -kriterien.....	61
4.2.2 Aktualität der Ratings .....	64
4.2.3 Vergleichbarkeit der Ratings .....	66
4.2.4 Qualität der verwendeten Informationen.....	69
4.2.5 Qualität und Quantität der Mitarbeiter .....	70
4.2.6 Berücksichtigung von Marktveränderungen .....	73
5 EG-Verordnung .....	75
5.1 Entstehungsgeschichte.....	76
5.1.1 Mitteilung der Kommission von 2005.....	76
5.1.2 Subprime-Krise 2007.....	78

5.1.3	Aufarbeitung der Krise .....	82
5.2	Wahl des Mittels .....	83
5.3	Geltungs- und Anwendungsbereich.....	86
5.4	Ziele der Verordnung im Überblick .....	91
5.4.1	Registrierung und Aufsicht.....	92
5.4.1.1	Registrierungspflicht .....	92
5.4.1.2	CESR und zuständige Behörden .....	92
5.4.1.3	Registrierungsverfahren .....	94
5.4.1.4	Widerruf der Registrierung .....	97
5.4.1.5	Sanktionen .....	98
5.4.2	Transparenz.....	99
5.4.2.1	Allgemeine Angaben.....	99
5.4.2.2	Regelmäßige Angaben .....	100
5.4.2.3	Transparenzbericht .....	101
5.4.3	Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenkonflikten ..	101
5.4.3.1	Organisatorische Anforderungen .....	102
5.4.3.2	Operationelle Anforderungen.....	104
5.5	Maßnahmen zur Sicherung der Qualität.....	106
5.5.1	Adäquanz der Ratingmethoden und -kriterien.....	106
5.5.2	Aktualität der Ratings .....	111
5.5.3	Vergleichbarkeit.....	113
5.5.4	Qualität der verwendeten Informationen.....	115
5.5.5	Qualität und Quantität der Mitarbeiter .....	117
5.5.6	Berücksichtigung von Marktveränderungen .....	125
6	Schlussfolgerung und Ausblick .....	127
7	Literaturverzeichnis .....	131

## Abkürzungsverzeichnis

ABI	Amtsblatt der Europäischen Union, Reihe C: Mitteilungen und Bekanntmachungen, Reihe L: Rechtsvorschriften, Reihe S: Ausschreibungen
Abs	Absatz
ABS	Asset Backed Security
Abschn	Abschnitt
AG Report	Sonderteil der Zeitschrift Die Aktiengesellschaft
Anh	Anhang
Art	Artikel
Basel II	Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung
BB	Der Betriebsberater
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
Bonn	Preprints aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter – Bonn
bspw	beispielsweise
bzw	beziehungsweise
ca	circa/zirka (ungefähr)
CDO	Collateralized Debt Obligation
CEBS	The Committee of European Banking Supervisors (Ausschuss der Europäischen Bankaufsichtsbehörden)
CESR	The Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden)
DBRS	Dominion Bond Rating Service
DBW	Die Betriebswirtschaft
DG Markt	Internal Market and Services Directorate General
dh	das heißt
EBLR	European Business Law Review
ECAI	External Credit Assessment Institution (Anerkannte Ratingagentur)
ECOFIN	Rat für Wirtschaft und Finanzen
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
endg	endgültig
ESME	European Securities Markets Expert Group
EU	Europäische Union
f	und der, die folgende
ff	und der, die folgenden
Fitch	Fitch Ratings
FN	Fußnote
FRBNY	Federal Reserve Bank of New York

G7	Gruppe der sieben führenden Industrieländer
gem	gemäß
Hrsg	Herausgeber
IAS	International Accounting Standards
Inc	Incorporated
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
iVm	in Verbindung mit
JEBO	Journal of economic behavior & organization
KOM	Dokument der Kommission der Europäischen Gemeinschaft
Kreditwesen	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
lit	litera (Buchstabe)
LTCM	Long Term Capital Management
Ltd	Limited
Moody's	Moody's Investors Service
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No	Number
Nr	Nummer
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere
oV	ohne Verfasser
RatingVO	Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABl L 2009/302, 1.
RL	Richtlinie der EU
Rz	Randzahl
S	Seite
S&P	Standard&Poor's
SA	Société Anonyme
sbr	Schmalenbach Business Review
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
sog	sogenannt, -e, -er, -es
ua	unter anderem
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
vgl	vergleiche
VO	EG-Verordnung
Vol	Volume (Band)
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Z	Ziffer
zB	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft

zbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
ZVglRW	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft