

Ratingagenturen und Entwicklungsländer

Franziska Richter, Juli 2011

Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise stehen Ratingagenturen wegen der Fehleinschätzungen von Kreditausfallrisiken massiv in der Kritik. Mit ihren geschönten Ratings haben sie die Finanzkrise mit verursacht. Doch nach wie vor sind private Ratingagenturen machtvolle Akteure. Ihre Noten bestimmen nicht nur über die Finanzierungskosten für Unternehmen oder Staaten, sondern werden darüber hinaus für zahlreiche gesetzgeberische Zwecke als Maßstab verwendet. Dass die Dominanz der Ratingagenturen in besonderem Maße für Entwicklungsländer problematisch ist, blendet die aktuelle Debatte aber aus. Dabei sind viele dieser Länder gerade in Krisenzeiten den Verfehlungen und der Macht der Agenturen besonders ausgesetzt. Über die zunehmende Implementierung internationaler Eigenkapitalvorschriften sowie die Präsenz ausländischer Banken werden Ratingagenturen zudem auch in Entwicklungs- und Schwellenländern immer relevanter für die inländische Finanzmarktregulierung. Die USA und die Europäische Union haben zwar inzwischen Maßnahmen eingeleitet, die unter anderem die Abhängigkeit von den wenigen großen Ratingagenturen vermindern soll. Die Rating-Reformen müssen aber die Interessen nachhaltiger Entwicklung stärker berücksichtigen. Dazu gehört, Nachhaltigkeitskriterien im Ratingprozess zu verankern, Ratingkapazitäten jenseits privaten Profitinteresses zu stärken sowie die Entwicklungsländer stärker in die Bankenaufsicht einzubinden und ihren politischen Spielraum zur Regulierung zu vergrößern.

1. Der Aufstieg der Ratingagenturen

Kreditratingagenturen waren lange Zeit nur in den USA verbreitet, wo sie im 19. Jahrhundert zur besseren Einschätzung von Anlagerisiken im aufstrebenden Eisenbahnsektor gegründet wurden¹. Grundsätzlich sollen diese privaten Agenturen das Problem der Informationsasymmetrie zwischen Gläubigern und Schuldern lösen: Der Kreditgeber (oder Käufer einer Staats- oder Unternehmensanleihe) verfügt über unzureichende Informationen über die Kreditwürdigkeit des Schuldners (bzw. Emittenten der Anleihe) oder kann vorhandene Informationen nicht richtig einschätzen. Das Risiko eines Kreditausfalls zu kennen ist für einen Gläubiger jedoch von großer Bedeutung. Unabhängige Ratingagenturen sollen deshalb öffentlich zugängliche, aber auch interne Informationen darüber sammeln, ob Unternehmen oder Staaten willens und in der Lage sind, die Kredite zu bedienen. Diese Informationen sollen dann in eine verständliche Bewertung umgewandelt werden – die Ratingnote (s. Tabelle 1). Sie gibt die Wahrscheinlichkeit eines partiellen oder vollständigen Kreditausfalls an. An

ihr orientiert sich der Preisaufschlag einer Anleihe gegenüber sicheren Anlagen (credit spread), der eine Art Risikoprämie darstellt und letztlich die Kosten der Kreditaufnahme maßgeblich bestimmt.

Solche Ratings haben sich mit der wirtschaftlichen Globalisierung und der Entwicklung des Finanzmarktkapitalismus inzwischen weltweit etabliert. Die Finanzierung von Unternehmen und Staaten erfolgt heute – insbesondere im angelsächsischen Raum – zunehmend über Kapitalmärkte anstatt über Bankkredite. Bei klassischen Bankkrediten obliegt die Prüfung der Kreditwürdigkeit der Bank, die als Mittler zwischen Kreditgeber- und -nehmer fungiert. Auf den internationalen Kapitalmärkten übernehmen private Agenturen diese Aufgabe. Emittenten und Kreditnehmer benötigen deren Ratingnote, um den Zugang zu diesen Märkten zu erleichtern. Außerdem nimmt seit den 1980er Jahren die Zahl komplexer Finanzprodukte, insbesondere strukturierter Produkte, zu. Deren Zusammensetzung wird immer komplizierter und auch für große, institutionelle Anleger immer schwieriger oder nur mit großem Aufwand zu durchschauen. Das erhöht ebenfalls den Bedarf an einer verständlichen Bewertung durch die Ratingagenturen.

¹ Setty/Dodd 2003, S. 2f.

Tabelle 1: Ratingnoten von Standard&Poor's		
AAA	Extrem zuverlässig, höchste Qualität	Investment Grade
AA	Sehr zuverlässig	
A	Zuverlässig, aber anfällig bei ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklungen	
BBB	Ausreichend zuverlässig; aber anfälliger bei ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklungen	
BB	In naher Zukunft wenig anfällig; größere Unsicherheiten angesichts ungünstiger Geschäfts-, Finanz- und Wirtschaftsbedingungen;	Non-Investment / Speculative Grade
B	Anfällig für ungünstige Geschäfts-, Finanz- und Wirtschaftsbedingungen; hat aber derzeit die Kapazität zu zahlen	
CCC	Derzeit anfällig; Fortgang der Zahlungen abhängig von günstigen Geschäfts-, Finanz- und Wirtschaftsbedingungen	
CC	Derzeit sehr anfällig	
C	Konkursantrag o.ä. besteht, aber Zahlungen erfolgen weiterhin	
D	Befindet sich in Zahlungsverzug	

Zeitgleich mit der Zunahme der Nachfrage nach ihren Ratings für Staaten, Unternehmen und strukturierte Produkte haben die Agenturen in den letzten Jahrzehnten auch ihr Geschäftsmodell geändert: Verdienten sie bis in die 1970er Jahre ihr Geld noch hauptsächlich durch den Verkauf von Publikationen, in denen ihre Ratings erschienen (Kunde/Investor-zahlt-Modell, „subscriber/investor-pays model“), fingen Moody's und Fitch Anfang der 1970er an, bei den Emittenten der zu bewertenden Anlage Gebühren einzunehmen (Emittent-zahlt-Modell, „issuer-pays model“). Heutzutage kommt ein Großteil ihrer Einnahmen aus diesen Gebühren².

Die Einschätzungen der Agenturen sind für alle Akteure – Investoren, Banken und auch Aufsichtsbehörden – zu dem Indikator für Kreditgüte geworden. Insbesondere durch die Einführungen der so genannten Basel II-Vereinbarungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS) haben Ratingagenturen eine herausragende Stellung in der Bankenregulierung bekommen. Die seit 2007 gültige Eigenkapitalrichtlinie der EU sieht eine risikogewichtete Kapitalhinterlegung bei Banken vor: Dabei werden Ratings als Grundlage für die Risikobewertung gesetzlich vorgeschrieben. Neben bankinternen Bewertungen im auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRB-Ansatz) sind im so genannten Kreditrisiko-Standardansatz externe Bewertungen von Ratingagenturen für die Risikobewertung maßgeblich. Der Standardansatz muss von solchen Banken, die kein eigenes Risikobewertungssystem (internes Rating) entwickelt haben, angewandt werden. Je schlechter das Rating für

die von der Bank gehaltenen Forderungen ausfällt, desto mehr Eigenkapital muss die Bank zurücklegen. Basel II gilt seit 2007 in allen EU-Mitgliedsstaaten und wird auch in den meisten anderen Mitgliedsstaaten des BCBS weltweit mit unterschiedlichen Zeitplänen umgesetzt³. Damit erhalten Ratingagenturen weltweit quasi regulative Kompetenzen.

Auch die gesetzliche Regulierung anderer Finanzakteure, wie Versicherungen oder Pensionsfonds, stützt sich in vielen Ländern auf Ratings. So wird der Kauf von Anleihen mit mittleren oder schlechteren Ratings („non-investment grade“ oder „speculative grade“) häufig beschränkt oder sogar ganz verboten⁴. Das deutsche Versicherungsaufsichtsgesetz schreibt beispielsweise vor, dass institutionelle Anleger, wie etwa Versicherungen, nur in Anlagen mit investment-grade investieren dürfen. Werden diese Anlagen auf „speculative grade“ (Risikoanlagen) heruntergestuft, müssen die Versicherungen sie wieder verkaufen, sobald sie mehr als 5 Prozent ihres

Vermögens ausmachen⁵. Durch solche Regulierungen haben Ratingagenturen also direkten Einfluss auf das Anlageverhalten großer institutioneller Investoren. Auch die Europäische Zentralbank und die US-amerikanische Federal Reserve entscheiden größtenteils auf Basis externer Ratings, welche Anleihen sie als Sicherheiten bei Liquiditätszuführungen akzeptieren⁶.

2. Probleme von Ratingagenturen und die globale Finanzkrise

Immer wieder sind Ratingagenturen an der Aufgabe gescheitert, die Risiken von Kreditnehmern oder Finanzprodukten angemessen einzuschätzen. Sie haben damit Finanzkrisen entscheidend mitverantwortet. Dies wurde erstmals in den 90er Jahren im Zuge der Mexiko- und insbesondere der Asienkrise deutlich (siehe dazu auch Abschnitt 3). Eine breite Aufmerksamkeit erhielt das Versagen von Ratingagenturen aber erst durch die globale Finanzkrise 2008-2010.

Die Krise von 2008 wurde durch den Ausfall komplexer Verbriefungsprodukte ausgelöst, die vor allem auf minderwertigen Hypothekenkredite („subprime mortgages“) basierten, also auf Darlehen für wenig kreditwürdige amerikanische Hauskäufer. Diese strukturierten Produkte erhielten von den Ratingagenturen fälschlicherweise Bestnoten und wurden anschließend weltweit verkauft. Die Agenturen befeuerten also mit ihren geschönten Bewertungen diese speku-

³ BIS 2011

⁴ Elkhoury 2010, S. 6

⁵ § 54 Abs. 1 VAG

⁶ IMF 2010, S. 91f.

² Elkhoury 2010, S. 16

lative Blase, die sich größtenteils auf die irrationale Erwartung immer weiter steigender Hauspreise stütze. Spätestens mit dem Stagnieren der Preise musste sie platzen.

Wenn die Fehlbewertung zu Tage tritt, beeilen sich die Ratingagenturen zwar stets, die Kreditwürdigkeit eines Landes, Unternehmens oder Finanzprodukts herabzustufen. Doch damit heizen sie die allgemeine Panik auf den Finanzmärkten zumeist noch zusätzlich an. Folgen der Fehlbewertungen sind also meist krasse Schwankungen, Spekulationen und eine Krise der Finanzmärkte. Dies zeigte sich auch in der Finanzkrise: Als die wahren Risiken der Produkte bekannt wurden, kam es zu einem Zusammenbruch des Kreditwesens. Banken, die Umfragen der toxischen Papiere gehalten hatten, mussten durch steuerfinanzierte Rettungsschirme aufgefangen werden. Schließlich kam es auch zu Einbrüchen in der Realwirtschaft, weil das Kreditwesen schwer angeschlagen war. Ähnliche Folgen hatte im Fall der andauernden Griechenland- und Eurokrise die plötzliche Senkung des griechischen Länderratings im Frühjahr 2010: Hierdurch wurde die Finanzspekulation auf eine Pleite Griechenlands befeuert. Außerdem stiegen die Zinsen für das ohnehin schon stark verschuldete Land weiter an, die Krise wurde so deutlich verschärft. In den letzten Monaten hat die griechische Regierung unter dem Einfluss der EU und des IMF zwar einschneidende Sparmaßnahmen eingeleitet, wie es von den Ratingagenturen gefordert wurde. Trotzdem haben diese weitere Herabstufungen vorgenommen, im Juni rutschte das Länderrating auf Ramschstatus ab.

Die Defizite der Ratingagenturen und ihre un-

rühmliche Rolle bei der Verstärkung von Finanzkrisen wurden in der öffentlichen Debatte in den letzten Jahren folgende Gründe identifiziert⁷:

- **Anreizprobleme und Interessenkonflikte**

Diese wurden in der jüngsten Krise als ein Hauptgrund für Fehlbewertungen ausgemacht. In der Theorie haben Ratingagenturen zwar den Anreiz, möglichst korrekt und verlässlich zu arbeiten, da ihr größtes Kapital ihre Reputation ist. Dieser Anreiz wird aber durch das Emittent-zahl-Modell konterkariert: Ist die Agentur von den Gebühren des Emittenten finanziell abhängig, so besteht ein Anreiz, die Ratings möglichst positiv ausfallen zu lassen, damit der Kunde nicht zur Konkurrenz abwandert. Hinzu kommt, dass viele Emittenten vor der Finanzkrise auch weitere Beratungsleistungen der Ratingagenturen in Anspruch genommen haben. Teilweise waren die Agenturen sogar bei der Konstruktion genau derjenigen komplexen Produkte beteiligt, deren Ausfallrisiko sie später unabhängig bewerten sollten. Mitunter war die Konstruktion der Produkte sogar auf die Ratingmethoden der jeweiligen Agentur ausgerichtet⁸. Hier kann natürlich nicht mehr von einer unabhängigen Einschätzung des Kreditausfallrisikos gesprochen werden, vielmehr besteht ein klassischer Interessenkonflikt.

- **Fehlender Wettbewerb**

Der weltweite Markt für Ratings konzentriert sich auf nur drei Agenturen (s. Box 1). Zahlreiche Akteure, darunter die US-Wertpapieraufsichtsbehörde und die Europäische Kommission, sehen im fehlenden Wettbewerb einen Grund für die mangelhafte Qualität von Ratings. Ähnlich wie in anderen Märkten gehen sie davon aus, dass mehr Wettbewerb unter den Ratingagenturen einen Anreiz böte, genauere Bewertungen zu liefern.

- **Mangelnde Transparenz**

Nach der Finanzkrise kritisierten sowohl Marktteilnehmer als auch die Politik, dass Ratingagenturen ihre Bewertungsmethoden, die zugrundeliegenden Daten sowie die Entwicklung der Ratingnote über die Zeit nicht ausreichend transparent machten. So hätte eine höhere Transparenz den Marktteilnehmern erlaubt, die Ratingnote kritisch zu hinterfragen und eine eigene Einschätzung vorzunehmen.

- **Fehlende Rechenschaft**

Obwohl Ratings für zahlreiche regulative

Box 1: Weltweites Oligopol der Ratingagenturen

Der Rating-Markt zeichnet sich durch ein Oligopol von drei US-amerikanischen Ratingagenturen aus: den Riesen Moody's und Standard&Poor's (S&P) sowie der kleineren Agentur Fitch (2+1 Oligopol). Die drei kontrollieren etwa 90% des globalen Ratingmarktes. In den USA, wo die Ratingindustrie ihren Ursprung hat, wird das Hinzukommen neuer Konkurrenten durch eine rechtlich notwendige Anerkennung des NRSRO-Status (nationally recognised statistical credit rating organization) der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörde (Securities Exchange Commission) erschwert: Diese war bis 2006 extrem selektiv und folgte keinen formalisierten Vorschriften, sodass sich ein Oligopol bilden konnte. Die drei größten US-Agenturen sind zu den weltweit dominierenden geworden. Durch zahlreiche Übernahmen und Fusionen haben sie ihre Vormachtstellung weiter ausgebaut. Zwar gibt es tausende kleinere Ratingagenturen, doch ihr Angebot ist zumeist stark spezialisiert und ihre Ratings sind für Regulationszwecke wie Basel II oder von den Zentralbanken meist nicht anerkannt. So erkennt beispielsweise die Europäische Zentralbank außer den großen Drei nur die kanadische DBRS als Kreditratingagentur an, die japanische Zentralbank nur zwei japanische Agenturen.

⁷ Zur Debatte um das Versagen der Ratingagenturen siehe z.B. FSB 2010, IMF 2010, Elkhoury 2010, EP 2010.

⁸ Lewis 2010, S 98f.

Zwecke verwendet werden und rechtlich vorgeschrieben sind, galten sie bislang zumeist lediglich als Meinung der Agenturen, für welche diese nicht haftbar gemacht werden konnten. Andere Marktteilnehmer oder die Öffentlichkeit waren bisher also nicht vor den Konsequenzen fehlerhafter oder wegen Interessenskonflikten schöngefärbter Ratings geschützt. Zusätzlich zu den Interessenskonflikten fehlte damit wiederum ein Anreiz zur korrekten Bewertung.

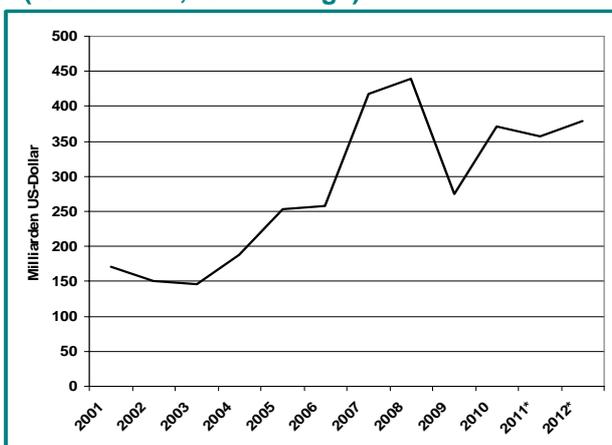
- **Übermäßiges Vertrauen**

Das übermäßige Vertrauen von Marktteilnehmern, Gesetzgebern und Regulierungsbehörden auf die Bewertungen der Ratingagenturen wurde vor allem vom Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Board, FSB) kritisiert. Denn erst dadurch, dass alle Akteure sich in ihren Entscheidungen blind auf die Ratings stützten – teils freiwillig, teils durch Gesetze vorgeschrieben – konnten die Fehler der Ratingagenturen eine so stark destabilisierende Wirkung entfalten. Die Banken und Investoren bildeten, ähnlich wie bei einem Kartenhaus, alle Entscheidungen auf Basis der fehlerhaften Ratings – mit Bekanntwerden der wahren Ausfallrisiken fiel dieses dann in sich zusammen.

3. Der Einfluss von Ratingagenturen auf Entwicklungsländern

Ratingagenturen spielen eine wichtige Rolle für Entwicklungsländer, denn sie steuern die privaten internationalen Kapitalströme. Diese haben in den letzten 15 Jahren und besonders in jüngster Zeit an Bedeutung gewonnen, auch wenn die globale Finanzkrise den Aufwärtstrend für einige Jahre jäh unterbrochen hat (siehe Abb. 1). Sie machen inzwischen ein Mehrfaches der offiziellen Entwicklungshilfe aus.

Abbildung 1: Ausländische Direktinvestitionen in Entwicklungs- und Schwellenländer (Quelle: IWF, *Vorhersage)



Die Regulierung oder Deregulierung von Ratingagenturen wirkt dabei über mehrere Einflusskanäle auf Entwicklungsländer:

- erstens über Länderratings des jeweiligen Entwicklungslandes. Hier besteht zum einen das Problem des Zugangs zu solchen Ratings, zum anderen gibt es zahlreiche Folgeprobleme, wenn ein Entwicklungsland geratet wird;
- zweitens besteht ein Einfluss über die regulative Rolle von Ratingagenturen in den Ländern selbst, etwa bei der Umsetzung von Basel-II-Kriterien;
- drittens besteht ein Einfluss über den transnationalen Bankensektor, der in Entwicklungsländern präsent ist. Beruht die Aufsicht ausländischer Banken in deren Heimatländern, etwa der EU, auf schlechten Ratings, können Krisen auf die Gastgeberländer überspringen, ohne dass diese darauf Einfluss nehmen können.

3.1 Länderratings in Entwicklungsländern

Seit den 1990ern streben auch zahlreiche Entwicklungs- und Schwellenländer ein Länderrating an, weil sie Anleihen an den globalen Finanzmärkten ausgeben. Bis in die 80er Jahre finanzierten diese Länder sich vor allem über Bankdarlehen. Mit der Schuldenkrise und der Umstrukturierung dieser Darlehen in handelbare Schuldverschreibungen wurde der internationale Markt für Staatsschulden in seiner jetzigen Form gestaltet. Entsprechend stieg der Bedarf nach Ratings. Die Zahl der Länder, die ein Rating der drei großen Agenturen haben, ist in den letzten zwanzig Jahren entsprechend stark angestiegen. Hatten 1980 nur acht Staaten, allesamt OECD-Mitglieder, ein Länderrating, so waren Ende des Jahrzehnts bereits fast alle Industriestaaten benotet. Das Rating von Entwicklungs- und Schwellenländern stieg ab Anfang der 90er Jahre rapide an⁹. Derzeit haben 138 Länder mindestens ein Rating der großen drei Agenturen¹⁰. Davon sind 90 Entwicklungs- und Schwellenländer¹¹. Nur neun der 48 am wenigsten entwickelten Länder haben ein Rating¹².

3.1.1 Zugangsprobleme zu Ratings

Einige Entwicklungsländer können sich ein Rating aufgrund der hohen Kosten gar nicht leisten. Denn auch bei Ländern gilt zumeist das Emitent-zahlt-Modell, d.h. Ratingagenturen stellen in der Regel nur gegen Gebühren ein Länderrating aus. Dies gilt auch für alle drei großen Ratinga-

⁹ Ratha et al. 2007, S.5

¹⁰ Eigene Berechnungen auf Grundlage der Veröffentlichungen von Moody's, S&P und Fitch.

¹¹ Liste der Entwicklungs- und Schwellenländer aus IMF 2010 World Economic Outlook <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/groups.htm#oem>

¹² Liste am wenigsten entwickelter Länder: <http://unstats.un.org/unsd/methods/m49/m49regin.htm>

Box 2: Ratingfinanzierung als Entwicklungshilfe?

Um das Problem des Zugangs zu Ratings zu lösen, startete 2003 das Entwicklungsprogramm der Vereinten Nationen (UNDP) zusammen mit der Ratingagentur Standard&Poor's eine „Rating Initiative“. Insgesamt 16 Ratings, darunter sieben für Subsahara-Länder, wurden von der UNDP und dem US-Außenministerium gesponsert, um den Zugang zu den Kapitalmärkten und zu ausländischen Direktinvestitionen für die betroffenen Länder zu erleichtern. In Bezug auf die Millenniums-Entwicklungsziele sollte die Initiative dazu dienen, Ressourcen für die Armutsbekämpfung zu mobilisieren. Angesichts der Nachteile und Abhängigkeiten, die sich aus einem Rating erheben, ist allerdings fragwürdig, ob Ratingfinanzierung beispielweise Teil europäischer Entwicklungszusammenarbeit werden sollte. Denn auch wenn Entwicklungs- und Schwellenländer ein Länderrating bekommen, ergeben sich zahlreiche Folgeprobleme mit den Ratings selbst (s. 3.1.2).

genturen¹³. Vor allem viele afrikanische Länder haben deshalb noch keine Bewertung ihrer Bonität vornehmen lassen. Ebenso können sich (kleinere) Unternehmen die hohen Gebühren der Ratingagenturen oft nicht leisten und erhalten daher keine Bonitätsnoten. Sowohl Länder als auch Unternehmen haben dadurch große Probleme beim Zugang zu internationalen Kapitalmärkten¹⁴.

Aber es sind nicht nur die Gebühren, die Entwicklungsländer von einem Rating abhalten, sondern auch die bestehende Basel-II-Regulierung zu Kapitalreserven. Die Vorschriften zur Eigenkapitalhinterlegung sind für Anleihen aus Staaten ohne Länderrating mit 100% nämlich niedriger als die von schlecht benoteten Staaten (B- oder schlechter) mit 150%. Damit sind nicht bewertete Anleihen absurderweise attraktiver für Banken und Anleihen. Entsprechend kann die Bestellung eines Ratings, dessen Ergebnis ja erst einmal ungewiss ist, Nachteile für den Kapitalmarktzugang von Entwicklungsländern bieten¹⁵.

3.1.2 Folgeprobleme von Länderratings¹⁶

Generell hat die Einschätzungen von Ratingagenturen Einfluss darauf, wie viel Geld zu welchen Kosten von Kapitalgebern und Investoren in die Entwicklungsländer fließt. Daher können sie das Schicksal ganzer Länder bestimmen. Das Rating der Staatsanleihe eines Entwicklungslandes beeinflusst nicht nur die Menge an gewährtem Kredit, sondern auch massiv die Kreditkosten: Je schlechter die Bonitätsnote, desto höher der vom Entwicklungsland zu zahlende Zins. Zudem beeinflusst die Ratingnote auch andere Kapitalströme, wie etwa Auslandsdirektinvestitionen.

• Länderobergrenzen

Für Unternehmen und Gebietskörperschaften innerhalb eines Landes ist es außerdem häufig nicht möglich, eine höhere Ratingnote als die ihres Ursprungslandes zu erreichen. Das Länderrating gilt als eine Art Obergrenze („sovereign ceiling“), an die sich die Ratingagenturen bei ihrer Bewertung halten. So verteuern sich Kredite für diese Akteure, und zwar größtenteils unabhängig von ihrer eigentlichen Kreditwürdigkeit und finanziellen Stabilität. Bis 1997 galt diese Regel absolut. Erstmals wurde sie in den dollarisierten Volkswirtschaften Argentinien, Uruguay und Panama aufgeweicht. Trotzdem gilt die Länderobergrenzen-Praxis nach wie

vor als ein wichtiger Maßstab der Ratingagenturen¹⁷.

• Mangelnde Qualität und Verzerrung von Ratings

Inakkurate und zeitversetzt angepasste Ratings erschweren für Entwicklungs- und Schwellenländer den Zugang zu Kapital und können Krisen befördern.

Das Länderrating ist ein komplexer und teilweise schwer durchschaubarer Prozess, bei dem viele verschiedene quantitative und qualitative Kriterien berücksichtigt werden (s. Box 3). Dabei ist die Note kein Ergebnis eines standardisierten Punktesystems, sondern vielmehr eines Abwägungsprozesses der Ratingagentur¹⁸. Zahlreiche ökonometrische Studien haben versucht, den Einfluss verschiedener Faktoren auf Ratings vor allem von Entwicklungsländern zu benennen. Sie zeigen, dass nur wenige, zumeist ökonomische, Faktoren das Zustandekommen von Ratings erklären, allen voran das BIP pro Kopf, gefolgt von realem Wirtschaftswachstum, Inflation und Staatsschulden im Vergleich zum BIP. Bei den politischen Faktoren scheint vor allem die Regierungseffektivität eine Rolle zu spielen¹⁹. Aufgrund der schlechteren Datenlage vor allem in kleinen Entwicklungsländern ist das Rating oft sehr ungenau und es fehlt die regionale Expertise.

Zudem sind Ratingnoten für Entwicklungs- und Schwellenländer und dort ansässige Unternehmen häufig verzerrt und pauschal schlecht, was zu einer strukturellen Benachteiligung führt. So beeinflusst die Region, in der ein zu beurteilender Staat liegt, häufig das Rating, und zwar unabhängig von der individuellen Wirtschaftsstärke des Landes – darunter leiden besonders südamerikanische und afrikanische Entwicklungs-

¹³ IMF 2010, S. 87

¹⁴ SOMO 2010, S. 17

¹⁵ Elkhoury 2010, S.7f.

¹⁶ Siehe dazu auch Mühlen-Schulte 2009

¹⁷ Borensztein et al. 2007

¹⁸ Elkhoury 2010, S. 9

¹⁹ Jaramillo 2010, S.4f.

länder²⁰. Doch auch die asiatischen Schwellenländer werden im Vergleich zu den OECD-

lichen Stabilitätsproblemen, wie etwa Island²¹. Die Qualität von solchen pauschalen Ratings ist auch deshalb in Frage zu stellen, weil die Agenturen laut einer Studie weniger Personal für das Rating von Entwicklungsländern als für das Rating von Industriestaaten bereit stellen. Gleichzeitig stellte die Studie einen positiven Zusammenhang zwischen der Anzahl der Analysten und der Güte des Ratings fest²².

Box 3: Ratingkriterien von Standard&Poor's (Übersetzung aus dem englischen Original d. Verf.)

Politisches Risiko

- Stabilität/Legitimität der politischen Institutionen
- Bürgerbeteiligung im politischen Prozess
- Ordnungsmäßigkeit von Führungswechseln
- Transparenz wirtschaftspolitischer Entscheidungen und Ziele
- Öffentliche Sicherheit
- Geopolitisches Risiko

Wirtschaftsstruktur

- Wohlstand, Diversifizierung, Grad der Marktwirtschaftlichkeit
- Einkommensunterschiede
- Effektivität der Kapitalverteilung durch den Finanzsektor, Verfügbarkeit von Krediten
- Effizienz des öffentlichen Sektors
- Protektionismus / andere Einflüsse außerhalb des Markts
- Arbeitsmarktflexibilität
- Wachstumsaussichten
- Größe/Zusammensetzung von Ersparnissen und Investitionen
- Wachstumsrate und -profil

Fiskalpolitischer Handlungsraum

- Staatseinkünfte-, ausgaben, Defizit/Überschuss
- Kompatibilität mit geldpolitischen und externen Faktoren
- Effektivität und Flexibilität der Steuereinnahmen
- Pünktlichkeit, Umfang, Transparenz der Berichte - Pensionsverpflichtungen

Allgemeine Staatsverschuldung

- Allgemeine Brutto- und (liquide) Nettostaatsverschuldung
- Anteil der Staatsausgaben für Schuldendienst
- Währungszusammensetzung und Fälligkeitsprofil
- Tiefe und Breite der lokalen Kapitalmärkte

Eventualverbindlichkeiten

- Größe und Zustand öffentlicher Unternehmen
- Robustheit des Finanzsektors

Geldpolitischer Handlungsraum

- Preisentwicklung in Konjunkturzyklen
- Geld- und Kreditexpansion
- Kompatibilität von Wechselkursregime und geldpolitischen Zielen
- Institutionelle Faktoren wie Unabhängigkeit der Zentralbank
- Auswahl und Effizienz von geldpolitischen Instrumenten, insbesondere bzgl. Steuerpolitik und Kapitalmarkeigenschaften
- Indexierung und Dollarisierung

Externe Zahlungsfähigkeit

- Einfluss der Geld-/Steuerpolitik auf Außenwirtschaftsbilanz
- Struktur der Handelsbilanz
- Zusammensetzung der Kapitalflüsse
- Angemessenheit der Währungsreserven

Auslandsverschuldung

- Brutto- und Nettoauslandsverschuldung, inkl. Einlagen von Ausländern / strukturierte Schulden
- Fälligkeitsprofil, Währungszusammensetzung und Empfindlichkeit bei Zinsänderungen
- Zugang zu zinsgünstiger Finanzierung
- Last des Schuldendienstes

Ländern häufig unverhältnismäßig schlecht bewertet - so wurden vor Eintritt der globalen Finanzkrise stabile Länder dieser Region schlechter bewertet als Industriestaaten mit offensicht-

lichen Stabilitätsproblemen, wie etwa Island²¹. Die Qualität von solchen pauschalen Ratings ist auch deshalb in Frage zu stellen, weil die Agenturen laut einer Studie weniger Personal für das Rating von Entwicklungsländern als für das Rating von Industriestaaten bereit stellen. Gleichzeitig stellte die Studie einen positiven Zusammenhang zwischen der Anzahl der Analysten und der Güte des Ratings fest²².

• Prozyklität von Ratings

Ratingagenturen verstärken natürliche Konjunkturzyklen, weil sie Länder und Unternehmen in Boomphasen zu stark auf- und in Rezessionsphasen zu stark abwerten. Für dieses reaktive Verhalten gibt es mehrere Gründe: Zum einen ist die schon erwähnte Konzentrierung auf wenige Fundamentalfaktoren wie Wirtschaftswachstum und Inflation wenig geeignet, Instabilität auf den Finanzmärkten vorherzusehen²³, zum anderen kann auch Druck von Marktteilnehmern ausgeübt werden, die von einem weiteren Boom profitieren und eine Herabstufung verhindern wollen²⁴.

Gerade in Entwicklungsländern, deren Wirtschaft ohnehin instabil ist, werden durch prozyklische Ratings Kapitalflüsse enorm beschleunigt: Bei einem Aufschwung mit entsprechend positiven Ratingnoten strömt massenhaft spekulatives Kapital („hot money“) in das Land und befeuert den Boom. Eine anschließende Abwertung des Länderratings bewirkt dann oft massive Kapitalflucht, die die Wirtschaft des betroffenen Landes schwer beschädigt²⁵. Das gilt insbesondere, wenn die für institutionelle Anleger kritische „investment-grade“-Stufe unterschritten wird. Zusätzlich zur wirtschaftlichen Krise erhöhen sich für das Land auch noch die Kreditkosten aufgrund des schlechteren Ratings.

Zahlreiche regionale Finanzkrisen wie die Mexikokrise 1994/95 und die Asienkrise 1997/98 haben dies gezeigt. Die Agenturen haben häufig wichtige Warnhinweise ignoriert, die auf eine Verschlechterung des Kreditausfallrisikos hinwiesen. Vielmehr reagierten sie erst im Nachhinein darauf und stufen ihre Ratings dann mit einem Schlag deutlich ab.

²⁰ Elkhoury 2010, S. 23

²¹ Akyüz 2009, S. 20

²² Ferri 2004

²³ Datz 2004, S. 310

²⁴ Hillebrand 2000

²⁵ Setty & Dodd 2003, S. 12

Nach der Asienkrise bewirkte die massive Kritik an den Ratingagenturen, dass diese ihre Methoden überarbeiteten. Beispielsweise wird die kurzfristige Auslandsverschuldung – und damit die Anfälligkeit für volatile Marktbedingungen – nun stärker berücksichtigt. Nach wie vor wird den Agenturen aber vorgeworfen, dass ihre Ratings den Marktentwicklungen hinterherhinken anstatt sie zu antizipieren. Zunehmend schüren nicht nur die Herabstufungen selbst die Panik auf den Finanzmärkten, sondern auch die häufiger veröffentlichten Prognosen und Aussichten auf zukünftige Ratingherabstufungen²⁶.

- **Macht über Regierungen**

Agenturen nehmen durch das Vergeben von Ratings nicht nur Einfluss auf das Verhalten von Investoren, sondern auch auf die Länder, die sie bewerten. Da die Agenturen auch die Qualität und Stabilität des politischen Umfelds – also Gesetze und ihre Umsetzung – bewerten, haben sie einen direkten Einfluss auf die Wirtschaftspolitik. Die Regierungen sind deshalb oft gezwungen, in einer Art vorauseilendem Gehorsam ihre Politik an die Ratingkriterien der Agenturen anzupassen, um Kapitalflüsse nicht zu gefährden. Die Reformen sind also vor allem auf eine Wirtschaftspolitik ausgerichtet, die die Ratings verbessert. Die Regierungen müssen fortwährend ihre Glaubwürdigkeit unter Beweis stellen, investorenfreundliche Politik auch wirklich ernsthaft zu betreiben. So versuchten während der Asienkrise die Regierungen anderer Entwicklungsländer (Brasilien und Argentinien) die Investoren und Ratingagenturen von ihrem ungebrochenen Bekenntnis zu neoliberaler Wirtschaftspolitik zu überzeugen, um so eine Kapitalflucht zu verhindern. Da „orthodoxe“ Wirtschaftspolitik – also Inflationsbekämpfung und Verringerung des Haushaltsdefizit mit den verbundenen restriktiven Fiskal- und Geldpolitiken bis hin zu Privatisierungen – die Portfolio-Investoren potentiell beruhigt, besteht die Gefahr, dass Entwicklungsländer nur an die kurzfristige Aufrechterhaltung guter Ratings denken. Dabei vernachlässigen sie langfristige und nachhaltige Wirtschaftspolitik²⁷. Die Fokussierung auf Marktorientierung schränkt zudem die Staaten im Hinblick auf öffentliche Güter und Dienste ein.

Mit der drohenden oder realen Herabstufung von Staatsanleihen verfügen Ratingagenturen über ein enormes Disziplinierungspotential und haben die Veto-Macht über unliebsame Reformen. Diese Macht ist umso ungerechtfertigter, als dass es sich hierbei um private Akteure ohne jegliche demokratische Legitimierung oder Rechenschaftspflicht handelt²⁸.

Die Beispiele Tunesiens und Ägyptens zeigen, wie Ratingagenturen durch ihre einseitige Fo-

kussierung auf kurzfristige Kreditrisiken mitunter positive demokratische Verbesserungen abstrafen: Für beide Länder verschlechterte sich nach der Revolution das Rating sowohl bei S&P als auch bei Moody's um jeweils eine Stufe²⁹. Damit verteuern sich gerade in einer Zeit des demokratischen Umbruchs die Kreditkosten und der Schuldendienst – es gibt weniger Spielraum für Steuersenkungen oder Sozialleistungen. Zudem stufen Ratingagenturen die Note von Entwicklungsländern in Wahljahren übermäßig häufig herab. Sie folgen damit der Annahme, dass Amtsinhaber im Wahljahr populäre Steuergeschenke bereiten und andere kostspielige und investitionsschädliche Maßnahmen durchführen, um ihre Wiederwahl zu sichern (Theorie des politischen Konjunkturzyklus). Mit diesen simplifizierenden Annahmen und ihrer Präferenz für Stabilität erhöhen die Agenturen häufig völlig ungerechtfertigt die Kreditkosten für Entwicklungsländer³⁰.

3.2 Verwendung von Ratings in der Gesetzgebung von Entwicklungsländern

Die Basel-Richtlinien zur Ermittlung von Eigenkapitalreserven sind zwar formell nur Empfehlungen und können von jedem Land freiwillig umgesetzt werden. Tatsächlich besteht aber ein starker Druck auf Schwellen- und Entwicklungsländer, die Richtlinien umzusetzen, da weltweit einheitliche Regeln und Standards für transnationale Investoren besonders attraktiv sind. Jedoch kann die Einführung von Basel II zahlreiche negative Konsequenzen für Entwicklungsländer haben³¹. In Bezug auf die Ermittlung von Eigenkapitalreserven durch die Verwendung von Ratings ist der Zusammenhang von Prozyklilität der Ratings und den Länderobergrenzen ein entscheidendes Problem: Wird das Länderrating eines Entwicklungslands heruntergestuft, so erfolgen aufgrund der starken Abhängigkeit der Unternehmensratings vom Länderrating auch Herabstufungen im privatwirtschaftlichen Bereich. Damit erhalten auf einen Schlag fast alle Anleihen, die Banken in diesem Land halten, eine starke Ratingherabstufung, und die gesetzlich vorgeschriebenen Eigenkapitalreserven erhöhen sich. Somit müssen gerade zu einem Zeitpunkt, an dem der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten für das ganze Land erschwert wird, die Banken noch zusätzlich mehr Kapitalreserven vorhalten – damit kommt der Zugang zu Krediten noch stärker ins Stocken und Rezessionen verschlimmern sich³².

²⁹ New York Times, <http://www.nytimes.com/2011/02/10/world/middleeast/10iht-m10bflight.html>

³⁰ Block/Vaaler 2004

³¹ Hier wird ausschließlich auf die Probleme von Basel II, die mit Ratingagenturen zusammenhängen, eingegangen. Für eine ausführliche Diskussion s. Gottschalk 2010.

³² Gottschalk 2010, S. 31

²⁶ IMF 2010, S. 101-112.

²⁷ Elkhoury 2010, S. 22f.

²⁸ Datz 2004

Die Umsetzung der Basel-II-Kriterien erfolgt in den einzelnen Staaten sehr unterschiedlich. Laut einer 2006 durchgeführten Studie übernehmen die meisten Entwicklungsländer Basel II nur sehr vorsichtig und mit einer eher abwartenden Haltung. Nicht alle wollen bei den Eigenkapitalvorschriften auf externe Ratings setzen, auch, weil es teilweise gar keine inländischen Ratingagenturen gibt oder es an Aufsichtskapazitäten fehlt³³. Brasilien verzichtet beim standardisierten Ansatz beispielsweise auf die Verwendung externer Ratings. Stattdessen gibt die Zentralbank standardisierte Risikogewichte für bestimmte Anlageklassen vor³⁴. Indien hat hingegen trotz einiger Befürchtungen hinsichtlich der Prozyklizität die Verwendung von externen Ratings eingeführt³⁵.

3.3 Einfluss über Präsenz internationaler Banken

Unabhängig davon, ob und wie Basel II in den jeweiligen Ländern umgesetzt wird, sind Entwicklungsländer, in denen ausländische Banken präsent sind, aber immer von der Frage betroffen, ob und wie externe Ratings für die Gesetzgebung verwendet werden sollen. Denn die ausländischen Banken wollen die gleichen Verfahren global nutzen. Zwar könnten Entwicklungsländer auf einer anderen Eigenkapitalvorschrift auch für Auslandsbanken in ihrem Land bestehen, faktisch haben die Banken aber das Druckmittel der Abwanderung, um ihre Wünsche durchzusetzen³⁶. Die Präsenz ausländischer Banken wird vor allem von der EU gezielt durch Freihandelsabkommen, etwa mit Indien, forciert. Je stärker sich die Entwicklungs- und Schwellenländer dem internationalen Bankensektor öffnen, desto weniger können sie frei entscheiden, ob sie Basel II umsetzen wollen. Vielmehr sind sie genötigt, dem zweifelhaften Beispiel der Industrieländer zu folgen und sich der Macht der Ratingagenturen auszusetzen.

In vielen Entwicklungsländern wurden die Folgen der globalen Finanzkrise vor allem über den dort präsenten internationalen Bankensektor übertragen. Kapital wurde abgezogen, Filialen wurden verkauft, Kredite verteuerten sich und die Instabilität der Banken übertrug sich auf das Finanzsystem des Entwicklungslandes. Trotz der zunehmenden Präsenz internationaler Banken in Entwicklungsländern haben diese Länder kaum Einfluss auf die Regulierung der Banken in den Heimatländern. Sie können also kaum nachvollziehen, geschweige denn beeinflussen, wie stark sich die dortige Bankenaufsicht, beispielsweise in der EU, auf fragwürdige und mit Interessenkonflikten beladene Ratings von

Agenturen stützt. Gleichzeitig haben sie kaum Informationen über die Risikostruktur der von der ausländischen Bank gehaltenen Anlagen³⁷.

4. Reformen in den USA und der EU

Seit dem Ausbruch der Weltfinanzkrise wurden sowohl in internationalen Organisationen, als auch in den einzelnen Staaten und Staatsverbänden wie der EU eine Reihe von Maßnahmen verabschiedet und Prozesse eingeleitet, um Ratingagenturen transparenter zu machen und sie stärker zu regulieren.

So nahm die IOSCO, die internationale Vereinigung nationaler Wertpapieraufsichtsbehörden, die Themen Interessenkonflikte, Wettbewerb, Transparenz und Rechenschaft auf ihre Agenda und veröffentlichte bereits 2008 eine überarbeitete Version ihres Verhaltenskodex für Ratingagenturen. Zahlreiche in diesem freiwilligen Kodex enthaltene Maßnahmen sollen die Leistung von Ratingagenturen verbessern. Der Verhaltenskodex ist zwar nicht verpflichtend, zahlreiche der darin enthaltenen Ansätze sind inzwischen jedoch in nationalen bzw. EU-Gesetzen verankert³⁸. Zuletzt hat die EU-Kommission Anfang Juli 2011 die Praxis der Ratingagenturen scharf gegeißelt und bis November 2011 striktere Regulierungen im Bereich Aufsicht, Registrierung und Marktmacht angekündigt.

Das Problem des übermäßigen Vertrauens auf Ratingagenturen wurde vor allem vom Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Board, FSB) der G20 thematisiert. Im Oktober 2010 veröffentlichte das Gremium Prinzipien, die das übermäßige Vertrauen von Regulierern und privaten Finanzakteuren auf Ratings reduzieren sollen. Der FSB, ein internationales Gremium aus Finanzaufsichtern, Zentralbankern und Vertretern internationaler Organisationen, sieht in diesem übermäßigen Vertrauen auf Ratings eine wesentliche Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems. Unter anderem sollen gesetzliche Bezüge zu Ratings reduziert werden und alternative Indikatoren gefunden werden. Die Bankenaufsicht soll sich weniger auf Ratings verlassen, und auch die Banken selbst sollen mehr interne Kapazitäten zur Risikobewertung entwickeln. Die Empfehlungen haben aber keinen verbindlichen Charakter³⁹.

In den USA wurden Ratingagenturen vor allem im Rahmen der umfassenden Finanzmarktreform des Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act („Dodd-Frank-Act“)⁴⁰ reguliert. In

³⁷ Caliani 2008, S 10

³⁸ IOSCO 2008

³⁹ FSB 2010:

http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf

⁴⁰ <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>; eine gute Zusammenfassung bietet PwC 2010

³³ Gottschalk 2010, S. 75-96

³⁴ Gottschalk 2010, S. 42 ff.

³⁵ Sen, Ghosh, 2010, S. 64-74

³⁶ Gottschalk 2010, S. 77

der EU wurden 2009 erste gesetzgeberische Schritte verabschiedet, die eine Verordnung und zwei Richtlinien umfassen⁴¹. Bereits Mitte 2010 wurde mit einem Kommissionsvorschlag ein erneuter gesetzgeberischer Prozess zur Änderung dieser Verordnung eingeleitet, der vor allem die Börsenaufsicht und den zentralen Zugang zu Informationen aller Ratingagenturen betrifft. Dieser Prozess ist noch nicht abgeschlossen⁴². Nach Eintritt der Eurokrise kam die Europäische Kommission zu dem Schluss, dass die bestehende Regulierung nicht ausreicht. An den Beginn eines erneuten Gesetzgebungsverfahrens hat die Kommission einen öffentlichen Konsultationsprozess gesetzt, der bis Januar 2011 lief. Eine Entschließung des Europäischen Parlaments im Juni 2011 hat die Kommission zu einer Reihe von Maßnahmen, vor allem bezüglich der Verminderung des übermäßigen Vertrauens auf Ratingagenturen, beauftragt⁴³. Der folgende Abschnitt enthält einen Überblick über die aktuellen Prozesse. Dass Ratingagenturen und der Ratingprozess insbesondere auch für Entwicklungsländer problematisch sind, wurde in der Diskussion um die Finanzreform in der EU und den USA bisher größtenteils ausgeblendet.

4.1 Reformbereiche im Detail

4.1.1 Registrierung und Aufsicht

In der EU wurde durch die Reform von 2009 eine Registrierungspflicht für Ratingagenturen bei den nationalen Aufsichtsbehörden eingeführt. Europäische Firmen dürfen nur noch Ratings von registrierten Agenturen verwenden. Soll ein Rating verwendet werden, das von einer außerhalb der EU ansässigen Agentur ausgegeben wird, so muss das Rating von einer in der EU registrierten Agentur bestätigt werden und die externe Agentur den in der EU-Ratingverordnung aufgestellten Standards entsprechen.

Der neue Kommissionsvorschlag sieht vor, dass die Registrierung zukünftig auf die europäische Ebene, genauer auf die 2011 neu gegründeten Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA), übertragen wird. Diese soll auch für die Aufsicht der Agenturen zuständig sein und über weitreichende Untersuchungsbefugnisse verfügen. Diese umfassen Einsicht und Kopieren relevanter Unterlagen von Agenturen, ihren

Kunden und relevanten Dritten, die Vorladung zu mündlichen Erklärungen sowie Prüfungen vor Ort. Schließlich soll die ESMA nach Vorschlag der Kommission direkt aufsichtsrechtliche Maßnahmen in Form von Geldbußen und Zwangsgeldern gegen Ratingagenturen einsetzen.

In den USA wurde schon 2006 im Credit Rating Agency Reform Act die Registrierung von Agenturen klarer geregelt⁴⁴. Die Wertpapieraufsichtsbehörde SEC („Securities and Exchange Commission“) musste Kriterien entwickeln, die eine Zulassung zum NRSRO-Status definieren. Der Dodd-Frank-Act gibt der SEC nun weitreichendere Kompetenzen und eine eigene Abteilung für Ratingagenturaufsicht: Sie ist nun zu regelmäßiger Kontrolle befugt, um zu überprüfen, ob die im Dodd-Frank-Act vorgesehenen Maßnahmen, etwa zur Vermeidung von Interessenskonflikten, auch wirklich umgesetzt werden. Kommt die SEC zu dem Schluss, dass eine Agentur für die Bewertung einer bestimmten Wertpapierklasse nicht über ausreichende Kompetenzen verfügt, kann die Behörde ihr die Zulassung für das Rating dieser Klasse entziehen. Wie die ESMA verfügt die SEC über Sanktionsmaßnahmen, die Bußgelder oder bei schweren Verstößen auch den Entzug des NRSRO-Status umfassen.

4.1.2 Mehr Wettbewerb

Die EU versucht mit ihren neuen Reformschritten, die Ratingagenturen zu mehr Wettbewerb bei Ratings von strukturierten Finanzinstrumenten zu zwingen und für eine erhöhte Zahl von Ratings pro Instrument zu sorgen. Der Kommissionsvorschlag sieht vor, dass Ratingagenturen über eine gesicherte elektronische Plattform Informationen über die Produkte erhalten, die konkurrierende Agenturen gerade bewerten. So können sie selbst ein unbeauftragtes, also vom Emittenten des Wertpapiers nicht bestelltes Rating erstellen. Dies soll nicht nur eine Option für die Agenturen sein: Vielmehr will die Kommission sie verpflichten, einen bestimmten Anteil der Papiere, für die sie Informationen erhalten, auch zu bewerten. Mit diesen Vorschlägen folgt die Kommission dem Modell der USA. Hier wurde durch den Dodd-Frank-Act eine ähnliche Regelung bereits eingeführt.

4.1.3 Interessenskonflikte

Gegen Interessenskonflikte innerhalb von Ratingagenturen wurden in der EU-Ratingverordnung einige Schutzmechanismen eingeführt. Allgemein sollen die Agenturen sich bemühen, ihre Ratings vor dem Einfluss von Interessenskonflikten zu schützen. Dies wird durch eine Reihe von Maßnahmen konkretisiert, unter anderem darf

⁴¹ <http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:L:2009:302:SOM:DE:HTML>. Für eine Übersicht siehe Bächstädt, Henn 2010

⁴² Kommissionsvorschlag: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602_proposal_de.pdf; Beschluss des Europäischen Parlaments:

<http://www.europarl.europa.eu/oeil/FindByProcnum.do?lang=2&procnum=COD/2010/0160>

⁴³ EP 2010

⁴⁴ <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>

mindestens ein Drittel des Aufsichtsrats nicht in Ratingtätigkeiten eingebunden sein. Die Agenturen müssen eine interne Aufsichtsstruktur aufbauen, um Interessenskonflikte zu erkennen und zu vermindern. Ist die Agentur an einem Unternehmen beteiligt, so ist das Rating abzugeben oder der Interessenskonflikt offen zu legen. Bereits bewerteten Unternehmen dürfen keine weiteren Beratungsleistungen mehr angeboten werden.

Ob und wie Interessenskonflikte durch ein verbessertes Bezahlungssystem, etwa eine Abkehr vom Emittent-zahlt-Modell, gemindert werden, war Teil einer Konsultation der EU-Kommission. Die beteiligten Organisationen und Experten wurden detailliert nach ihrer Meinung zu verschiedenen Optionen von Bezahlmethoden bis hin zu einer öffentlichen Ratingagentur befragt⁴⁵. Der Dodd-Frank-Act sieht ebenfalls verschiedene Maßnahmen vor, um Interessenskonflikte in Ratingagenturen zu vermeiden. So soll in Zukunft das Ratinggeschäft von anderen Dienstleistungen, wie Beratung und Marketing, innerhalb der Agenturen strukturell und personell stärker getrennt werden. Ratingagenturen müssen der Aufsicht in Zukunft melden, wenn einer ihrer Angestellten zu einer Kundenfirma wechselt, etwa zu einer Bank, die Finanzprodukte bei der Agentur bewerten ließ.

4.1.4 Transparenz und Ratingmethoden

Die EU-Ratingverordnung legt fest, dass Ratingagenturen veröffentlichen müssen, welche Methoden, Modelle und grundlegenden Annahmen sie bei ihrer Ratingtätigkeit verwendet haben. Außerdem muss ein Überblick über Ergebnisse und Veränderungen frühere Ratings desselben Unternehmens oder Produkts geliefert werden. Außerdem ist die Veröffentlichung eines regelmäßigen Transparenzberichts vorgeschrieben.

Im Dodd-Frank Act sind die Offenlegungspflichten für Ratingagenturen noch umfassender. Sie müssen neben der Ratingmethode und den dahinter stehenden Annahmen auch den Grad der Unsicherheit der Bewertung angeben. Die Agenturen sind außerdem verpflichtet, alle Informationen, die sie über das zu bewertende Produkt erhalten – auch wenn diese nicht vom Emittenten stammen – in die Ratingnote einfließen zu lassen.

4.1.5 Haftung

In der EU herrscht derzeit keine einheitliche Regelung, inwieweit die Ratingagenturen für schlechte oder falsche Ratings und deren Folgen haftbar gemacht werden sollen, etwa in Form von Schadensersatzzahlungen. Im Rahmen der Konsultation fragte die Kommission

deshalb nach der Notwendigkeit einer EU-weiten Haftungsregelung. Das europäische Parlament hat sich in seiner jüngsten EntschlieÙung für EU-einheitliche Haftungspflicht bei grober Fahrlässigkeit oder Fehlverhalten ausgesprochen.

Das Beispiel der USA zeigt leider, wie schwierig Haftungsregelungen einzuführen sind. Im Rahmen des Dodd-Frank Act wurde die Haftungs-sausnahme für Ratingagenturen abgeschafft. Diese können nun potentiell für die Folgen für Fehldarstellungen oder Nichtberücksichtigung wichtiger Informationen in ihren Ratings haftbar gemacht werden. Die Agenturen untersagten ihren Kunden daraufhin im Juli 2010, Ratings für die Bewerbung ihrer Produkte zu verwenden. Da die Angabe von Ratings aber für die Zulassung von Finanzprodukten vorgeschrieben sind, hätte dies zu einem Zulassungsstopp, z.B. von mit Vermögenswerten besicherten Wertpapieren („asset backed securities“), geführt. Die SEC erließ daraufhin eine sechsmonatige Ausnahme-regelung, nach der Ratings für die Zulassung solcher Produkte nicht erforderlich sind. Im Januar wurde diese Regelung auf unbestimmte Zeit verlängert. Derzeit wird im Kongress die Rücknahme der Haftbarkeitsforderung diskutiert^{46 47}.

4.1.6 Verminderung des übermäßigen Vertrauens auf Ratingagenturen

In der EU hatte dieses Thema bisher kaum Priorität. Erst die Eurokrise hat die Europäische Kommission dazu bewogen, auch die Tatsache, dass private wie öffentliche Akteure im Finanzsektor sich zu stark auf Ratings verlassen („overreliance“), in den Konsultationsprozess mit einzubeziehen. Hier wurde auch die Frage zur Diskussion gestellt, ob die Einrichtung einer öffentlichen europäischen Ratingagentur als Gegengewicht zu den privaten Agenturen sinnvoll sein könnte. Indes hat das Europäische Parlament zu diesen Punkten bereits klar Stellung bezogen: Es forderte die Kommission im Juli 2011 auf zu überprüfen, inwieweit sich die Mitgliedsstaaten in der Finanzaufsicht auf externe Ratings beziehen und gegebenenfalls Schritte zu einer Minderung des übermäßigen Vertrauens auf Ratings einzuleiten. Das Parlament forderte zudem eine stärkere Rückbesinnung auf interne Kapazitäten der Risikobewertung sowohl privater Finanzakteure als auch der Regulierer, beispielsweise eine vermehrte Nutzung des IRB-Ansatzes unter Basel II. Zudem wurde die Kommission beauftragt, die Einrichtung einer völlig unabhängigen Europäischen Ratingstiftung zu prüfen.

In den USA sollen bis Juli 2012 zahlreiche gesetzliche Bezüge auf Ratings aus US-

⁴⁵ siehe Anhang I der EU-Ratingverordnung

⁴⁶ Asset-Backed Market Stabilization Act, 2011

⁴⁷ <http://ourfinancialsecurity.org/2011/05/afr-urges-members-of-congress-to-oppose-h-r-1539/>

Bundesgesetzen gestrichen werden. Die SEC soll alternative Zulassungskriterien für Wertpapiere und Finanzprodukte entwickeln. Auch für die Regulierung des Anlageverhaltens institutioneller Investoren, staatlicher Hypothekenbanken und Sparkassen sollen alternative Bewertungssysteme angewandt werden. Schließlich sollen bei den Eigenkapitalrichtlinien für Banken Ratings keine Verwendung finden, neue Standards zur Risikobewertung von Bankanlagen sollen ausgearbeitet werden⁴⁸.

4.1.7 Ratings von Staatsanleihen

Angesichts der Eurokrise und der Bedeutung von Ratings von Staatsanleihen für die Kreditaufnahmefähigkeit eines Landes hat die Kommission angeregt, Ratings von Staatsanleihen strikteren Transparenz- und Offenlegungspflichten zu unterwerfen. So sollen die Ratingagenturen die Regierungen mindestens drei Tage vor der Veröffentlichung eines neuen Länderratings informieren. Die Regierung soll dadurch die Möglichkeit haben, die Agentur auf Bewertungsfehler oder auf neue Entwicklungen hinzuweisen, die das Rating beeinflussen könnten. Auch soll die Häufigkeit, mit der Agenturen ihr Länderrating überprüfen und ggf. erneuern müssen, erhöht werden. Die Kommission schlägt außerdem vor, noch detaillierte Offenlegungspflichten für Länderratings einzuführen, die den gesamten Untersuchungsbericht sowie Informationen zum mit dem Rating betrauten Personal umfassen soll.

5. Zentrale Bedenken und Empfehlungen für die EU

5.1 Verminderung der Abhängigkeit von Ratings

Der Erkenntnis, dass Ratingagenturen eine unrühmliche Rolle in der Finanzkrise gespielt haben, folgten teilweise umfassende Neu-Regulierungen dieser Akteure. Dies ist grundsätzlich begrüßenswert. Insbesondere die Appelle des FSB, die strukturelle Abhängigkeit und das übermäßige Vertrauen auf Ratingagenturen zu vermindern, sollten von der EU ernst genommen werden. Hier reichen Appelle an die Finanzakteure, ihre internen Risikobewertungskapazitäten zu stärken, nicht aus. Der Appell des EU-Parlaments, dass Investitionen in strukturierte Produkte nur bei ausreichender Sachkenntnis getätigt werden sollten, ist zwar in der Sache richtig. Ohne entsprechende Verordnungen werden sich die Akteure aber weiterhin auf die Bewertungen der Ratingagenturen verlassen.

Auch die Basel-Richtlinien bedürfen einer weiteren Reform. Als Reaktion auf die globale Finanzkrise wurde Basel II zwar schon teilweise reformiert. Die Nachfolgeregelung Basel III legt zum Beispiel höhere Kernkapitalquoten fest. Sie gelten ab 2013. An der Art, wie und von wem Risiko definiert wird, ändert sich aber nichts⁴⁹. Hier muss weiter daran gearbeitet werden, die Abhängigkeit von Ratingagenturen zu verringern.

Zudem muss stärker ins Bewusstsein rücken, dass die Bemühungen der EU, das übermäßige Vertrauen auf Ratingagenturen zu mindern, über die Kanäle des internationalen Finanzsystems auch direkte Auswirkungen auf Entwicklungsländer haben. Da viele Entwicklungsländer den Investitionsentscheidungen EU-ansässiger institutioneller Investoren ausgeliefert sind, ist es für sie entscheidend, ob diese von externen Ratings abhängen oder nicht.

5.2 Entwicklungsinteressen bei der Aufsicht berücksichtigen

Die EU muss sicherstellen, dass ihre zuständige Aufsichtsbehörde (ESMA) offen für Beschwerden aus Entwicklungsländern hinsichtlich des Verhaltens von Ratingagenturen ist. Sie muss Mechanismen schaffen, wie Kritik von Behörden aus Entwicklungsländern, anderen Kunden der Ratingagenturen, wie auch von betroffenen Stakeholdern (zum Beispiel Einwohner hochverschuldeter Länder) berücksichtigt werden kann⁵⁰. Zudem sollten Bankenaufseher aus Entwicklungsländern, in denen EU-Banken operieren, besser in die EU-Aufsicht integriert werden. Zwar wurde die Kooperation der Aufsichten in Heimat- und Gastländern in der EU 2009 gestärkt⁵¹, so dass Aufseher aus den Gastländern eingebunden werden können. Allerdings ist die Einbindung bei Aufsehern außerhalb des europäischen Wirtschaftsraums nicht verpflichtend. Es stehen zudem keine finanziellen Mittel zur Verfügung, um eine Teilnahme auch praktisch zu gewährleisten. In der neu gegründeten Europäischen Bankenaufsichtsbehörde EBA haben Aufseher aus Nicht-EU-Ländern ebenfalls keinen Sitz. Die Kontrolle ausländischer Banken im Allgemeinen und des Einflusses von Ratingagenturen auf deren Aufsicht im Speziellen ist für Entwicklungsländer also nach wie vor unzureichend und dringend reformbedürftig.

5.3 Alternative Bewertungskapazitäten schaffen

Regierungen und Unternehmen aus Entwicklungsländern brauchen den Zugang zu qualitativ

⁴⁸ PWC 2010, 5-6

⁴⁹ Mehr Informationen zu Basel III: http://www2.weed-online.org/uploads/basle_iii_factsheet.pdf

⁵⁰ Caliarì 2008, S. 9f.

⁵¹ EU Eigenkapitalrichtlinie 2009/111/EC

hochwertigen Ratings und alternativen Bewertungsmethoden. Das heißt aber nicht, dass die europäische Entwicklungshilfe darauf abzielen sollte, wie in der UNDP „Rating Initiative“ (siehe Box 2) herkömmliche Ratings zu subventionieren. Damit würde sie lediglich die bestehenden Abhängigkeitsstrukturen verstärken. Vielmehr sollten alternative Kapazitäten zur Bewertung von Risiken gestärkt werden, um die Abhängigkeit von den großen Agenturen zu mindern. Teilweise erfolgt dies bereits in den Schwellenländern, etwa in China (siehe Box 4). Jedoch ist grundsätzlich zweifelhaft, ob eine staatlich geförderte Ratingagentur bessere Resultate erzielen wird: Auch hier sind Interessenskonflikte vorprogrammiert, insbesondere bei der Vergabe von Ratings für das eigene Land. Wünschenswerter ist daher die Gründung unabhängiger, streng überwachter und durch ein Stiftungsmodell finanzierter Agenturen, wie das Europäische Parlament es vorgeschlagen hat. Dieses Modell könnte auch in anderen Weltregionen unterstützt werden. Nicht-profitorientierte Agenturen mit regionaler Expertise könnten akkuratere Bewertungen abgeben und dabei auch Nachhaltigkeitskriterien berücksichtigen.

5.4 Regulierungsmöglichkeiten der Entwicklungsländer bewahren und stärken

Entwicklungsländer, die sich derzeit in unterschiedlichen Phasen der Basel-II-Einführung befinden, sollten überdenken, welche Rolle Ra-

Box 4: Dagong – Gegengewicht zu den großen Agenturen?

Auf Initiative der chinesischen Zentralbank wurde 1994 die Ratingagentur Dagong gegründet. Sie versteht sich als Gegengewicht zu Moody's und Co. 2010 veröffentlichte Dagong erstmals eine ausführliche Ratingliste für 50 Industrie- und Schwellenländer. Dabei erhielten einige führende Industrieländer, etwa die USA und Japan, nicht das Höchst-rating. Viele Schwellenländer, darunter auch China selbst, schnitten hingegen deutlich besser ab als bei den westlichen Agenturen üblich. Dies lässt sich auch durch die Methodologie von Dagong erklären. Diese geht davon aus, dass die Kreditwürdigkeit langfristig vor allem von den Wohlstands- und wachstumschaffenden Kapazitäten der Volkswirtschaften abhängt. Damit sind gerade Schwellenländer klar im Vorteil, da ihre Wachstumsraten aufgrund eines niedrigeren Ausgangsniveaus deutlich höher sind. Sehr negativ fallen hingegen bestehende Haushaltsdefizite aus, was vor allem die USA im Rating schlechter stellte. Hier sind ein paar Beispiele für Länderratings aus dem Jahr 2010:

Land	Dagong	S&P
Großbritannien	AA-	AAA
USA	AA	AAA
China	AA+	AA
Brasilien	A-	BBB+

tingagenturen in der nationalen Umsetzung spielen sollen und diese ggf. einschränken. Damit sie sich diese Entscheidungsfreiheit überhaupt bewahren können, sollten auch Liberalisierungsvorhaben im öffentlichen Bankensektor noch einmal kritisch überdacht werden, da mit der Präsenz von Auslandsbanken häufig starker Druck hinsichtlich der vollen Übernahme von Basel II verbunden ist (siehe 4.3).

Ist die Liberalisierung im Rahmen von bilateralen Freihandelsabkommen oder der WTO bereits erfolgt, sollten Bankenaufsichten in Entwicklungsländern zumindest die Möglichkeit bekommen, den ausländischen Banken die Lizenz zu verwehren oder zu entziehen, wenn ihnen die Aufsicht im Heimatland hinsichtlich zugrunde liegender Risikoratings nicht ausreichend erscheinen oder sie diese für fragwürdig halten. Sie sollten außerdem das Recht bekommen, die Auslandsbank zum Abstoßen schlecht bewerteter Anlagen aus ihrem Portfolio zu zwingen⁵².

5.5 Nachhaltigkeitskriterien in Ratings einbeziehen

Auf der EU-Reformagenda fehlt bislang die Diskussion darüber, wie man sicherstellen kann, dass Ratings und andere Bonitätsbewertungen alle gesellschaftlichen und ökologischen Risiken von Kreditnehmern und Finanzprodukten angemessen berücksichtigen. Derzeit herrscht ein viel zu enger und rein finanzieller Begriff der Risikobewertung vor, bei dem nur zählt, wie groß das ökonomische Ausfallrisiko für die Anleger ist. Eine nachhaltige Risikobewertung müsste aber weitergehen und offenlegen, ob eine Anlage auch andere Risiken – nämlich ökologische, soziale oder ethische – birgt. Beispielsweise hätte ein nachhaltiges Rating des Ölkonzerns BP die Gefahren der ökologisch (und letztlich auch ökonomisch) hochriskanten Tiefseebohrungen mitberücksichtigen sollen. Auch das Kreditausfallrisiko einer Staatsanleihe kann von unvorhergesehenen Umweltkatastrophen beeinflusst werden, wie das traurige Beispiel Japans zeigt: Hier wurde der Rating-Ausblick nach dem Reaktorunglück von Fukushima gesenkt. Eine systematische Berücksichtigung solcher Risiken nehmen aber bisher leider nur wenige Nischenbanken oder -fonds vor (siehe Box 5)⁵³. Dabei könnte die verpflichtende Aufnahme von Nachhaltigkeitskriterien in Ratings einen wichtigen Schritt hin zu mehr Finanzstabilität und einer nachhaltigeren Wirtschaft leisten. Über die rein finanzielle Logik des Aufdeckens „versteckter“ Risiken hinaus wären Anleger so auch besser davor geschützt, mit ihrem Geld Geschäfte zu unterstützen, die sie für moralisch oder politisch verwerflich halten. Stattdessen könnten sie

⁵² Caliarì 2008, S. 13

⁵³ ZKB 2009, und <http://www.ethikbank.de/die-ethikbank/ethik-kompass/staaten.html#c710>

Box 5: Nachhaltigkeitsratings für Staaten – Beispiel Zürcher Kantonalbank und EthikBank

Zusätzlich zu herkömmlichen Länderratings erstellt die Zürcher Kantonalbank so genannte Nachhaltigkeitsratings für die OECD-Staaten. Dies geschieht aus der Motivation heraus, Anlegern mit Interesse an ethischem Investment mit Informationen zu versorgen. Ethisches Investment ist dabei in den letzten Jahren nicht nur aus moralischen Gründen in Mode gekommen, sondern auch, weil viele Anleger zunehmend von der Rentabilität „grüner“ und „ethischer“ Geldanlagen überzeugt sind. Die ZKB geht davon aus, dass soziale Indikatoren einen Hinweis auf die Stabilität eines Landes und damit letztendlich auch auf seine Bonität geben. Kriterien sind hier unter anderem Einkommensverteilung, Arbeitslosenzahlen und Menschenrechtsverstöße. Ökologische Indikatoren geben an, wie stark die Wirtschaft eines Landes die begrenzten natürlichen Ressourcen in Anspruch nimmt, und umfassen u.a. CO₂-Ausstoß, Wasserverbrauch und die Ratifizierung internationaler Umweltabkommen. Seit mehreren Jahren sind die skandinavischen Länder sowie die Schweiz im Ranking der OECD-Länder ganz vorn, die USA, Mexiko und die Türkei bilden das Schlusslicht. Die Länderratings der ZKB werden wiederum von ethisch orientierten Banken wie der deutschen EthikBank als Positivkriterien für ihre Anlagepolitik verwendet. So investiert die Bank nur in Staaten, die von der ZKB als überdurchschnittlich nachhaltig bewertet werden und gleichzeitig von der NGO Freedomhouse als frei eingestuft werden.

aktiv solche Anlagen unterstützen, die sich positiv auf eine nachhaltige Entwicklung auswirken. Zudem sollte die Einbeziehung von ökologischen und sozialen Kriterien in den Ratingprozess ein zusätzliches Kriterium für gesetzliche Eigenkapitalrichtlinien werden, sowohl beim IRB-Ansatz als auch beim Standardansatz⁵⁴. Dies könnte dazu führen, dass Banken einen verstärkten Anreiz zum Investment in nachhaltige Produkte und Unternehmen erhalten.

5.6 Grundsätzliche Kritik an der Risikobewertung

Bisher unzureichend diskutiert wurden aber tiefer greifende Probleme im Zusammenhang mit Ratingagenturen. So muss kritisch hintergefragt werden, ob die Beseitigung der oben genannten Defizite tatsächlich zu „akkuraten“ und „korrekten“ Ratings führen würde. Dahinter steht die Annahme, dass jedes Risiko prinzipiell berechenbar ist. Dieses neoliberale Credo negiert, dass Finanzmärkte durch ein hohes Maß an Unsicherheit gekennzeichnet sind. Viele Anlagen, insbesondere strukturierte Finanzprodukte, sind aber inzwischen derart kompliziert geworden, dass selbst perfekt regulierte Ratingagenturen mit ihrer Bewertung überfordert sein dürften. Die Macht von Ratingagenturen wird im Zuge der Eurokrise nun erstmals ernsthaft hinterfragt. Jedoch greift die Ursachenbenennung meist zu

kurz: Letztlich liegt die privilegierte Stellung von Ratingagenturen in der immer noch fortschreitende Kapitalmarktorientierung des Finanzkapitalismus begründet. Beim Aufbau des derzeit vorherrschenden Ausgeben- und Streuen-Modells („originate-and-distribute“), bei dem Risiken systemgefährdend verbreitet werden, haben die Ratingagenturen eine entscheidende Rolle gespielt: Erst durch die externe Bewertung komplexer Finanzprodukte ist deren weltweiter Verkauf überhaupt erst möglich geworden⁵⁵.

Solange der Zugang zu Kapital stark von globalen Kapitalmärkten und globalen Unternehmen abhängt, werden privatwirtschaftliche Ratingagenturen wohl eine herausragende Rolle spielen.

Literatur und Links

Akyüz, Yılmaz (2009), Policy Response to the Global Financial Crisis: Key Issues for Developing Countries. South Centre, Genf.

Bächstädt, Karl-Heinz & Markus Henn (2010), Regulierung von Ratingagenturen: Aktueller Stand der Diskussion und Vorschläge zur EU-Regulierung“. Kredit & Rating Praxis 06/2010. <http://www.weed-online.org/themen/finanzen/4424539.html>.

BankTrack (2010), Submission to the Basel Committee – Comments on the documents: “Strengthening the resilience of the banking sector” / “International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring”, 16. April 2010. <https://www.bis.org/publ/bcbs165/banktrack.pdf>.

Bhatia, Ashok Vir (2002), Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation, IMF Working Paper 02/170.

BIS - Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2011): Basel II. <http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>.

Block, Steven & Paul Vaaler (2004), The price of democracy: sovereign risk ratings, bond spreads and political business cycles in developing countries, *Journal of International Money and Finance*, vol. 23, S. 917-946.

Borensztein, Eduardo, Kevin Cowan & Patricio Valenzuela (2007), Sovereign Ceiling “Light”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies, IMF Working Paper 07/75.

Caliari, Aldo (2008), Making Developing Country Issues Visible in the Global Financial Reform Debate: The Case of Credit Rating Agencies, IBase Brazil. http://www.ibase.br/userimages/FLGG_2008_November%20-%20Aldo%20Caliari%20-%20making%20development%20country%20issues.pdf.

⁵⁴ Bank Track 2010

⁵⁵ IMF 2010, S. 86

Datz, Giselle (2004), Reframing development and accountability: the influence of sovereign credit ratings on policy making in developing countries, *Third World Quarterly*, vol. 25, Nr. 2, S. 303-318.

Dagong Credit (2010), Sovereign Credit Rating Report of 50 Countries in 2010, <http://www.dagongcredit.com/dagongweb/uf/Sovereign%20Credit%20Rating%20Report%20of%2050%20Countries%20in%202010.pdf>.

Elkhoury, Marwan (2010), Credit Rating Agencies and Their Impact on Developing Countries, Lambert, Saarbrücken.

European Parliament (2010), Draft Report on Credit Rating Agencies: Future Perspectives. <http://www.europarl.europa.eu/oeil/FindByProcnum.do?lang=en&procnum=INI/2010/2302>.

Ferri, Giovanni (2004), More Analysts, Better Ratings: Do Rating Agencies Invest Enough in Less Developed Countries?, *Journal of Applied Economics*, vol. 7, Nr. 1., S. 77-98.

FSB - Financial Stability Board 2010, Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf.

Gaillard, Norbert (2009), The determinants of Moody's sub-sovereign ratings, *International Research Journal of Finance and Economics*, Nr. 31, S. 194-209.

Gottschalk, Ricardo (Hg.) (2010), The Basel Capital Accords in Developing Countries: Challenges for Development Finance, Palgrave, Houndmills.

Hillebrand, Ernst (2000), Kreditrating-Agenturen: die diskreten Zensoren. Der überblick 2000/01, S. 104, <http://www.eed.de/ueberblick.archiv/one.ueberblick.article/ueberblick.html?entry=page.200001>.

International Monetary Fund (2010), Global Financial Stability Report, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/fmu/eng/2011/02/pdf/0611.pdf>.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions (2008), Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

Jaramillo, Laura (2010), Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets, IMF Working

Paper 10/117.

Lewis, Michael (2010), *The Big Short: inside the doomsday machine*, Penguin.

Mühlen-Schulte, Arthur (2009), Full Faith in Credit? The Power of Numbers in Rating Frontier Sovereigns and the Global Governance of Development by the UNDP, Warwick University Working Papers 262/09; <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/research/workingpapers/2009/26209.pdf>.

PwC – PricewaterhouseCoopers (2010), A Closer Look: The Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act – Credit Rating Agencies, <http://www.pwc.com/us/en/financial-services/regulatory-services/spotlights/closer-look-credit-rating-agencies.html>.

Ratha Dilip, Prabal De & Sanket Mohapatra (2007), Shadow Sovereign Ratings for Unrated Developing Countries. World Bank Paper.

Sen, Sunanda & Soumya Kanti Ghosh (2010), Basel Norms on Capital Adequacy, the Banking Sector and Impact on Credit for SMEs and the Poor, Gottschalk, R. (ed.) 2010, *The Basel Capital Accords in Developing Countries: Challenges for Development Finance*, Palgrave, Houndmills, 51-74.

Setty, Gautam & Randall Dood (2003), Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries, *Financial Policy Forum*, Washington.

SOMO (2010), How European Countries' Financial Sector Reform Affect Developing Countries, http://somo.nl/publications-en/Publication_3593/at_download/fullfile.

Standard&Poor's (2010), Guide to Credit Rating Essentials, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/SP_CreditRatingsGuide.pdf.

ZKB – Zürcher Kantonalbank (2009), 'Nachhaltigkeitsratings für Staaten – die OECD-Staaten im Vergleich' http://www.zkb.ch/etc/ml/repository/textdokumente/corporate/nachhaltigkeit/kurzfassung_nachhaltigkeitsrating_staaten_2009_pdf.File.pdf.

World Bank (2011), *Global Development Finance 2011*, <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-development-finance>.

Impressum

Dieser Hintergrund ist Teil des Projekts „**Ein globales Finanzsystem im Dienst nachhaltiger Entwicklung**“. Eine fortlaufende Aktualisierung zu EU-Finanzreformen bietet der zweimal im Monat erscheinende „Newsletter on EU Financial Reforms“, für nähere Informationen siehe <http://www.weed-online.org/themen/4976532.html>.

Verfasserin: Franziska Richter

Herausgeber: Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung, WEED e.V., Eldenaer Str. 60, 10247 Berlin

Redaktion und Ansprechpartner: Markus Henn, Tel.: +49-(0)30-2758-2249, markus.henn@weed-online.org

Förderhinweis: Diese Broschüre wurde mit Mitteln der Europäischen Union und der Ford Foundation gefördert. Die Inhalte liegen in der alleinigen Verantwortung von WEED und können in keiner Weise der Europäischen Union oder der Ford Foundation zugerechnet werden.



www.weed-online.org