

Regulierung von Ratingagenturen: das neue europäische und amerikanische Recht – wichtige Schritte oder viel Lärm um Nichts?

Thomas M. J. Möllers

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Möllers, Thomas M. J. 2009. "Regulierung von Ratingagenturen: das neue europäische und amerikanische Recht – wichtige Schritte oder viel Lärm um Nichts?" *JuristenZeitung (JZ)* 64 (18): 861–71. <https://doi.org/10.1628/002268809789383368>.

Nutzungsbedingungen / Terms of use:

licgercopyright

Dieses Dokument wird unter folgenden Bedingungen zur Verfügung gestellt: / This document is made available under these conditions:

Deutsches Urheberrecht

Weitere Informationen finden Sie unter: / For more information see:

<https://www.uni-augsburg.de/de/organisation/bibliothek/publizieren-zitieren-archivieren/publiz/>



Professor Dr. Thomas M.J. Möllers, Augsburg*

Regulierung von Ratingagenturen

Das neue europäische und amerikanische Recht – Wichtige Schritte oder viel Lärm um Nichts?

Aufgrund sehr guter Ratings haben Banken weltweit in großem Umfang strukturierte Finanzprodukte erworben. Dies hat sich als eine der Ursachen der gegenwärtigen Finanzkrise erwiesen. Der europäische und der US-amerikanische Gesetzgeber versuchen inzwischen, mit den Instrumenten des Kapitalmarktrechts eine effektive Regulierung von Ratingagenturen zu erreichen, von der Selbstregulierung wird Abstand genommen. Die Beurteilung der bisherigen Ergebnisse fällt geteilt aus.

I. Die Instrumente des Kapitalmarkts und die Finanzmarktkrise

1. Der Hintergrund der Finanzmarktkrise

Die Weltwirtschaft erlebt die schwerste Krise seit den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts. Gemeinhin wurde in den letzten Jahren der Kapitalmarkt kraft seiner Effizienz gepriesen: Dank moderner Informations- und Kommunikationswege fließt das Kapital mit wenigen Mausklicks dorthin, wo es am effizientesten arbeiten kann.¹ Die Harmonisierung der Kapitalmärkte versprach hohe Wachstumsgewinne.² Etwas muss da schief gelaufen sein.

* Der Autor ist Inhaber des Jean-Monnet-Lehrstuhls – Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Europarecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung an der Universität Augsburg. Email: thomas.moellers@jura.uni-augsburg.de, homepage: www.thomas-moellers.de. Der Aufsatz basiert auf einem Vortrag, der an den Universitäten in Washington, Chicago und Johannesburg gehalten wurde.

¹ Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, S. 91 ff.; Assmann, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1997, § 1 Rn. 24 ff.; Kübler, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl. 1998, § 31.II ff. Generell zur Effizienz im Kapitalmarktrecht siehe bspw. Hazen, The Law of Securities Regulation 9, 5th edn., St. Paul 2006, S. 6; Coffee Jr. 70 Va.L.Rev. (1984), 717, 751 ff.; T. M. J. Möllers 4 E.C.F.R. (2007), 173 ff.; ders 17 E.B.L.R. (2009), 243 ff. = Deutsche Version AcP 208 (2008), 1 ff.

² Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005 – 2010) vom 5. 3. 2005, KOM (2005) 177, Anhang 1, S. 4; Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte vom 2. 5. 2001 (Lamfalussy Report) S. 14 ff., abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm; Europäische Zentralbank, The Euro Equity Markets, August 2001, abrufbar unter <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euroequitymarkets.pdf>, S. 10, 44 ff.; Bundesverband deutscher Banken, Argumente zum Finanzmarkt, März 2004, abrufbar unter http://www.bankenverband.de/pic/artikelpic/032004/br0403_vw_azf_eudl_dt.pdf.

Die Finanzkrise hat mehrere Ursachen: Viele Kreditinstitute haben die üblichen Standards für eine sorgfältige Kreditgewährung außer Acht gelassen. Gerade in den USA waren Kredite ohne Einkommensnachweis keine Seltenheit. Hypothekenfinanzierer erfanden immer exotischere Kreditvarianten wie Interest-Only Mortgages mit einer tilgungsfreien Zeit oder Payment Option Loans mit negativer Amortisation, die Kunden mit niedrigen monatlichen Anfangsraten lockten. Investmentbanken sammelten die Einzelkredite, bündelten sie und verkauften sie als anleiheähnliche sogenannte strukturierte Finanzprodukte wie Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) oder neu verpackt als Collateralised Debt Obligations (CDO) an Investoren in der ganzen Welt. Da die Risiken sehr schnell aus den Bankbilanzen verschwanden, hatten die Kreditinstitute keinen Anreiz mehr, bei der Kreditvergabe strenge Anforderungen an die Bonität der Kunden zu stellen.³

2. Ratingagenturen als ein strukturelles Problem?

Welche Rolle hatten die Ratingagenturen (Credit Rating Agencies – abgekürzt mit CRA)? Ratingagenturen sind bei einer Finanzmarkttransaktion außenstehende Dritte. Sie wollen zwischen den Parteien bestehende Informationsasymmetrien überwinden. Als sogenannte Informationsintermediäre stellen sie dem Investor Informationen günstiger zur Verfügung, als wenn er sie selbst erheben müsste.⁴ Ratingagenturen beurteilen das Ausfallrisiko des Finanzproduktes des Schuldners nach bestimmten standardisierten Kategorien. Bis heute dominieren weltweit zwei Ratingagenturen den Markt: Standard & Poor's und Moody's; Fitch ist deutlich kleiner.⁵ Diese Marktstruktur ist darauf zurückzuführen, dass Unternehmen Ratingagenturen aufgrund ih-

³ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Jahresbericht 2007, 2008, S. 15 f. Zum Problem des moral hazard s. etwa Shavell 93 Q. J. Econ. (1979), 541; Holmström 10 Bell J. Econ. (1979), 74.

⁴ Pinto 54 Am. J. Comp. L. (2006), 341; Dittrich, The Credit Rating Industry: Competition and Regulation, 2007, S. 9.

⁵ Standard & Poor's und Moody's haben gemeinsam 80 % Marktanteil, die britische Ratingagentur Fitch Ratings weitere 15 %, vgl. Hill 82 Wash. U. L.Q. (2004), 43, 59 ff.; Blaurock ZGR 2007, 603, 653, 606.

rer Reputation auswählen.⁶ Die Zuverlässigkeit der Ratings beurteilt sich nach einer langjährigen und genau dokumentierten Historie, dem sogenannten „track record“. Dieser zeigt, ob eine Agentur über einen längeren Zeitraum mit ihren Ratings hinreichend gute Einschätzungen geliefert hat.⁷ Ratingagenturen betonen, dass ihr Rating nur eine subjektive Meinung darstellt, nicht aber eine bestimmte wirtschaftliche Entwicklung garantiert.⁸

Für den reibungslosen Verkauf der strukturierten Finanzprodukte war ein gutes Rating Grundvoraussetzung, weil viele Investoren an spezielle Anlagevorschriften gebunden sind, um Risikokonzentrationen zu vermeiden. Der Großteil der strukturierten Finanzprodukte verfügte über ein gutes bis exzellentes Rating, obwohl die meisten Tranchen einen nennenswerten Anteil an zweitklassigen Subprime-Krediten enthielten.⁹ Bisher zahlen die Investmentbanken und nicht die Investoren für das Rating der strukturierten Finanzprodukte.¹⁰ Der Gewinn der Ratingagenturen verdoppelte sich,¹¹ weil diese auch bei der Entwicklung solcher strukturierter Finanzprodukte kräftig mithalfen.¹² Investoren durchschauten oft nicht mehr die Finanzprodukte, sondern verließen sich auf das AAA-Rating.¹³

Es kam aber noch schlimmer: Die Ratingagenturen trugen mit ihrem zunächst zögerlichen Verhalten zur Verschärfung der Krise bei.¹⁴ Obwohl sich die Kreditausfälle bei Subprime-Krediten häuften, hielten sie lange Zeit an den ursprünglich erteilten hohen Ratings fest. Im Laufe der Zeit wurde immer offensichtlicher, dass die angewandten Rating-Modelle die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Subprime-Hypothekarkredite nicht korrekt abzubilden vermochten. Diese methodischen Mängel schürten nachhaltige Zweifel an der Verlässlichkeit der Ratingurteile für strukturierte Finanzprodukte. Erst als der öffentliche Druck größer wurde, vollzogen die Agenturen eine Kehrtwende und stuften Papiere mit nennenswerten Subprime-Komponenten auf breiter Basis und teilweise radikal ab. Manche RMBS-Tranchen fielen

sogar in einem einzigen Schritt von der höchsten Qualitätsstufe (AAA/Aaa) in Klassen unterhalb des Investmentgrade-Bereichs.¹⁵ Die Ratingagentur Fitch stufte etwa die Kreditwürdigkeit des US-Finanzdienstleisters GMAC im November 2008 gleich um fünf Stufen auf CCC herab.¹⁶

Dank der weltweiten Handelbarkeit von RMBS und CDOs stecken diese inzwischen in den Bilanzen vieler Banken: Insbesondere die deutschen Landesbanken sind davon massiv betroffen; zahlreiche Fusionen und massive staatliche Hilfe waren unausweichlich, um Insolvenzen zu vermeiden.¹⁷ Gerade in den letzten Monaten wurde augenfällig, wie ganze Wirtschaftszweige mit in die Krise gerissen werden, wenn Banken nicht mehr Willens oder in der Lage sind, ihrer Aufgabe nachzukommen und zu angemessenen Bedingungen Darlehen an Unternehmen und Verbraucher zu vergeben.¹⁸ Die vermeintliche Effizienz weltweiter Kapitalmärkte schlägt nun in ihr Gegenteil um.

3. Information, Vermeidung von Interessenkonflikten und Überwachung als elementare Instrumentarien des Kapitalmarktes

Die jetzige Krise führt jedermann vor Augen, wie wichtig die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte ist und warum sie vom Gesetzgeber als besonderes Schutzgut betrachtet wird.¹⁹ Die Vermeidung von Interessenkonflikten, Informationspflichten und Überwachung sind drei elementare Instrumentarien, um die Funktionsweise des Kapitalmarktes sicherzustellen. Interessenkonflikte müssen hauptsächlich aufgrund des fremdnützigen Handelns von Managern und Banken reduziert werden. Manager sind dazu verpflichtet, einen hohen Sorgfaltsstandard einzuhalten und im Interesse ihrer Auftraggeber – also des Unternehmens und mittelbar der Anteilseigner – zu handeln, auch und gerade wenn dies mit ihren eigenen Interessen in Konflikt steht. Im Kapitalmarktrecht existieren daneben andere Sorgfaltspflichten, die von Finanzintermediären ihren Kunden geschuldet werden. Diese müssen im bestmöglichen Interesse der Kunden handeln und die eigenen Interessen im Zweifel hintanstellen.²⁰ Diese Interessenkonflikte gilt es zu reduzieren. Im Bereich der

⁶ Hierzu *Partnoy* 79 Wash. U. L.Q. (2001), 491, 501; *Richter*, Die Verwendung von Ratings zur Regulierung des Kapitalmarkts, 2008, S. 72.

⁷ Zentraler Kreditausschuss, Stellungnahme zur Tätigkeit von Rating-Agenturen und ihrer möglichen Regulierung v. 14. 8. 2003, S. 5, abrufbar unter http://www.zka-online.de/uploads/media/030815_ZKA-Stn_Rating-Agenturen.pdf. Neuen Anbietern bleiben deshalb nur Marktnischen: *Strunz-Happe* WM 2004, 115, 120, 115 f.

⁸ *Partnoy* 77 Wash. U. L.Q. (1999), 619, 629 ff.; *Schwarz* 1 U. Ill. L. Rev. (2002), 1, 14; *Kuhner* 53 Schmalenbach Bus. Rev. (2001), 1, 2. Ob die Ratingurteile in der Vergangenheit zum großen Teil verlässlich waren, ist umstritten, s. die empirischen Studien *Husisian* 75 Cornell L. Rev. (1990), 411, 126; *Bottini* 30 San Diego L. Rev. (1993), 579, 583 ff.; *Partnoy* 79 Wash. U. L.Q. (1999), 491, 509 ff..

⁹ Hierzu unten III.1.c).

¹⁰ BaFin (Fn. 3), S. 15 f.

¹¹ Der Gesamterlös der drei Unternehmen verdoppelte sich von \$ 3 Milliarden in 2002 auf über \$ 6 Milliarden in 2007; siehe *Sanati*, Rating Agencies Draw Fire on Capitol Hill, The New York Times v. 22.10. 2008.

¹² Zu diesen Rating Assessment Services siehe *Blaurock* ZGR 2007, 603, 607, 649; kritisch CESR, CESR's Report to the European Commission on the compliance of Credit Agencies with the IOSCO-Code, Dezember 2006, CESR/06-545, §§ 42, 51 (S. 76 ff.), abrufbar unter <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=4093>; CESR, CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and the role of credit rating agencies in structured finance, Mai 2008, CESR/08-277, S. 22 Rn. 102, abrufbar unter <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=5049>.

¹³ Institute of International Finance (IIF), Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices, April 2008, abrufbar unter <http://www.iasplus.com/crunch/0804iifbestpractices.pdf>, Rn. 86; CESR, CESR's Second Report (Fn. 12), S. 23 Rn. 104.

¹⁴ Schon bei der Enron-Krise wurde die zu späte Zurückstufung kritisiert; siehe *Hill* 35 Conn. L. Rev. (2003), 1145.

¹⁵ BaFin (Fn. 3), S. 18 f.

¹⁶ *Berschens/Cünnen*, EU reguliert Bonitätsprüfer, Handelsbatt v. 13. 11. 2008, S. 27.

¹⁷ Die Sachsen LB und die Landesbank Rheinland Pfalz flüchteten unter das Dach der LBBW. Die Bayern LB, Nord LB, HSB Nordbank benötigen umfangreiche Kredite; siehe *Mußler*, Das faule System Landesbanken, FAZ v. 25. 2. 2009, S. 13; *Möschel* WuW 2008, 1283, 1291.

¹⁸ *Roubini*, The Current U.S. Recession and the Risk of a Systemic Financial Crisis, Written Testimony for the House of Representatives' Financial Services Committee Hearing on February 26th, 2008, abrufbar unter: <http://financialservices.house.gov/hearing110/roubini022608.pdf>.

¹⁹ Begründung RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; Begründung Finanzausschuss 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 96; vgl. auch *Baums* ZHR 167 (2003), 139, 150; *Fuchs/Dübn* BKR 2002, 1063, 1069; *T.M.J. Möllers*, in: *Möllers/Rotter* (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 3 Rn. 43; *Hopt/Voigt*, in: *Hopt/Voigt*, Prospekt- und Kapitalmarktinformativhaftung, 2006, S. 9, 107, 113; *Veil* ZHR 167 (2003), 365, 367; *Zimmer*, in: *Schwark* (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar (KMRK), 3. Aufl. 2004, § 15 Rn. 8 ff.

²⁰ Art. 19 Abs. 1 der RiL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der RiL 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der RiL 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der RiL 93/22/EWG des Rates, ABl. Nr. L 145 v. 30. 4. 2004, S. 1 ff. Debevoise & Plimpton LLP, Client Update on Proposed Investor Protection Act of 2009, <http://www.debevoise.com/files/Publication/0be81817-68c5-4c1c-9c5b-e16177b040b8/Presentation/PublicationAttachment/239fe522;-49d-c-b471-005fcc8a5cb4/ProposedInvestorProtectionActOf2009PromisesSignificantRegulatoryChangesAndP.pdf>.

Corporate Governance²¹ und im Bereich der Finanzintermediäre²² ist das daraus resultierende Principal-Agent-Problem altbekannt.

Der wirtschaftliche Hintergrund der Informationspflichten ist die Annahme von Kapitalmarkteffizienz. Diese Annahme beinhaltet, dass öffentliche Informationen unverzüglich in den Marktkurs „eingepreist“ werden, sobald sie dem Anlegerpublikum vorliegen.²³ Gesetze bezüglich des Insiderhandels zielen andererseits darauf ab, die Entstehung von unverhältnismäßigen Marktpreisen durch Informationsasymmetrien zwischen Insidern und dem sonstigen Anlegerpublikum zu verhindern. Die Behavioral Finance-Forschung verdeutlicht allerdings, dass der „homo oeconomicus“, der Informationen rational verarbeitet, ein Idealtypus ist, der selten anzutreffen ist: Die Börsen überreagieren in Wellen, weil sie das von Emotionen getriebene Verhalten ihrer Marktteilnehmer abbilden.²⁴ Inzwischen hat sich die Theorie der beschränkten Rationalität in der Neuen Institutionenökonomik durchgesetzt.²⁵ Der Kapitalmarkt ist schließlich als Schutzgut so wichtig, dass er nicht nur repressiv durch zivilrechtliche Schadensersatzklagen, sondern auch präventiv durch eine öffentlich-rechtliche Überwachung zu schützen ist.

Wie in einem Brennglas zeigt sich, dass diese drei Instrumentarien bei den Ratingagenturen bisher versagt haben: Erstens sind Ratingagenturen bis heute *nicht* frei von Interessenkonflikten und *unabhängig*, weil sie regelmäßig von demjenigen Unternehmen ein Rating erstellen, von welchem sie beauftragt werden (sogenannte Auftragsratings oder solicited rating).²⁶ Verschärfend kommt hinzu, dass sie zuvor oft das Unternehmen beraten haben, nach welchen Kriterien das strukturierte Finanzprodukt „hergestellt“ werden muss, um eine bestimmte Note zu erreichen. Zweitens waren häufig die von Ratingagenturen verwendeten *Informationen* und damit die eigentlichen Ratings über Unternehmen nicht vertrauenswürdig: Die Subprime-Produkte erhielten die höchsten Ratings, womit die großen Risiken dieser Instrumente klar unterbewertet wurden. Zudem versagten die Ratingagenturen, als es darum ging, die Ratings den sich verschlechternden Marktbedingungen unverzüglich anzupassen.²⁷ Und drittens gibt es

bis dato kein Regelwerk für Ratingagenturen, dessen Einhaltung von Aufsichtsbehörden hinreichend *überwacht* wird.

4. Die neuen Gesetzesvorschläge in den USA und Europa

In den USA gibt es schon seit 1975 ein Zulassungsverfahren für Ratingagenturen, das im Jahre 2006 mit dem CRA Duopoly Relief Act²⁸ weiter konkretisiert wurde. Aufgrund des Oligopols hatte sich gezeigt, dass der Reputationsverlust nicht ausreicht, um die Qualität zu verbessern, waren die Nachfrager mangels Alternativen doch zu schwach, um eine entsprechende Marktmacht aufzubauen.²⁹ Ziel war es vor allem, das Duopol von Standard & Poor's und Moody's aufzubrechen und transparente Regeln zu schaffen, nach denen Ratingagenturen anerkannt und ihre Ratings veröffentlicht werden. Ratingagenturen können sich freiwillig einem Anerkennungsprozess unterziehen und den Status einer sogenannten Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) erhalten.

Bis in die jüngste Zeit stellte sich die Europäische Union gegen eine staatliche Regulierung der Ratingagenturen:³⁰ Der Markt reguliere sich selbst, da Ratingagenturen ausschließlich von ihrer Reputation abhängig sind und Investoren und Emittenten nur zuverlässiges und seriöses Geschäftsgebaren akzeptieren; diese Standards würden ausreichen, ohne dass der Staat eingreifen müsse.³¹ Ein Zulassungsverfahren würde den Markt abschotten. Eine staatliche Regulierung begründe eine Art Mitverantwortung des Staates für die veröffentlichten Ratingurteile; das sei mit privatwirtschaftlich organisierten Ratingagenturen nicht vereinbar. Es bestünde mithin die Gefahr, dass die Investoren blind auf die Ratingurteile vertrauen anstatt selbst eine sorgfältige Recherche durchzuführen und sich eine eigene Meinung zu bilden. Schließlich ende die Hoheitsmacht des Staates grundsätzlich an den Staatsgrenzen, Ratingagenturen seien aber grenzüberschreitend und weltweit tätig.

Einige Entwicklungen lassen eine Änderung in dem Standpunkt der Europäischen Union anklingen. In den letzten Jahren haben Europa und die USA einen „Regulatory Dialogue“ begonnen, um die Effekte der in Betracht kommenden Gesetze schon zu Beginn des Gesetzgebungsverfahrens zu überprüfen.³² Die International Organization of Securities Commissioners (IOSCO) hat in der Vergangenheit neue Standards für Ratingagenturen entwickelt.³³ In der

21 Akerlof 84 Q.J.Econ. (1970), 488, 493 ff.; Spence 87 Q.J.Econ. (1973), 355, 374; T.M.J. Möllers, in: Hommelhoff/Hopt/Werder (Hrsg.), Corporate Governance-Handbuch, Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2003, S. 405–427.

22 Babar/Thévenoz (eds.), in: Thévenoz/Babar, Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets, Zürich 2007, S. 1 ff.; Morckötter/Westerfeld Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 2008, 393 ff.; Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 108 ff.; Benicke (Fn. 1), S. 159.

23 Bzgl. Informationseffizienz im Kapitalmarkt und der Efficient Capital Markets Hypothesis (ECMH) vgl. Fama 25 J.Fin. (1970), 83; ders. 46 J.Fin. (1991), 1575, 1576; Fischel 74 Cornell L. Rev. (1989), 907; Brealey/Myers, Principles of Corporate Finance, 7th ed., Boston 2003, S. 347 ff.; Elton/Gruber/Brown/Goetzmann, Modern Portfolio Theory and Investment, 6th ed., New York 2003, S. 402 ff.

24 Wie beispielsweise „lemmings“, die blind den Empfehlungen eines sog. Finanz-Gurus folgen. Vgl. allgemein für Behavioral Finance bspw. Thaler, Advances in Behavioral Finance Vol. I, Princeton 1993; ders., Advances in Behavioral Finance Vol. II, Princeton 2005; Goldberg/von Nitzsch, Behavioral Finance, 4. Aufl. 2004; Fleischer, in: Festschrift Immenga, 2004, S. 575 ff.

25 Simon 69 Qu.J.E. (1955), 99; Choi/Pritchards 56 Stan.L.Rev. (2003), 1 ff.; s. auch Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 119 ff.

26 Zur Abgrenzung vom solicited zum unsolicited rating siehe Blaurock ZGR 2007, 603, 604 ff. Ratingagenturen erzeugen 85 % ihres Umsatzes durch solicited ratings; vgl. Richter (Fn. 6), S. 72.

27 Europäische Kommission, Vorschlag für eine VO des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen vom 12.11.2008, KOM (2008) 704, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_de.pdf, S. 2.

28 Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Publ. L. Nr. 109–291, 120 Stat. 1327 (2006) Sec. 4 eingefügt als Sec. 15E in Securities Exchange Act of 1934 § 78 ff. Hierzu Partnoy 77 Wash. U.L.Q. (1999) 619–712; Deipenbrock WM 2007, 2217 ff.

29 Blaurock ZGR 2007, 603, 641; Deipenbrock WM 2005, 261, 263.

30 Siehe Mitteilung der Kommission über Rating-Agenturen v. 11. 3. 2006, ABl. Nr. C 59/02, S. 6: „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.“

31 Zum Streit s. etwa Partnoy 77 Wash. U.L.Q. (1999), 619, 627; Schwarcz 1 U.Ill.L.Rev. (2002), 1; Fleischer, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 2002, F 134.

32 Hellwig, in: Festschrift Volker Röhrich, 2005, S. 181 ff.

33 IOSCO, Statement of Principles regarding the Activities of Credit Rating Agencies, September 2003, siehe www.iosco.org; IOSCO, The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, May 2008, www.iosco.org (IOSCOPD271); vgl. auch BT-Drs. 15/2815 vom 30. 3. 2004. Für beide siehe Deipenbrock WM 2005, 261, 264.

Zwischenzeit ist es allgemein anerkannt, dass die Ratingagenturen wesentlich zu den jetzigen Tumulten beigetragen haben, indem sie das Kreditrisiko der strukturierten Finanzprodukte unterschätzten.³⁴ Im Mai 2008 aktualisierte die IOSCO ihre Code of Conduct Fundamentals.³⁵ Nach Berichten des Committee of European Securities Regulators (CESR)³⁶ gab die Europäische Kommission ihren Widerstand gegen eine Regelung auf. Sowohl die Securities Exchange Commission (SEC)³⁷ als auch die EU-Kommission³⁸ legte Vorschläge zur Regulierung der Ratingagenturen vor. Die Regeln der SEC wurden im Februar dieses Jahres rechtsverbindlich erlassen und traten überwiegend im April 2009 in Kraft.³⁹ Die EU-Kommission hat einen Verordnungsentwurf zur Regulierung von Ratingagenturen im November 2008 vorgelegt⁴⁰ und das europäische Parlament sowie der europäische Rat haben sich damit jüngst beschäftigt.

Im Folgenden bietet es sich an, die neuen gesetzgeberischen Vorschläge auf internationaler, US-amerikanischer und europäischer Ebene zu vergleichen. Weil in Finanzkreisen immer wieder eine einheitliche, global übereinstimmende Lösung angemahnt wird,⁴¹ erscheint es reizvoll, auch die künftig bestehenden Unterschiede und vermeintlichen Lücken beider Rechtsordnungen herauszuarbeiten. Einzelne Problemfelder sollen anhand der Instrumentarien des Kapitalmarktrechts wie die Reduzierung von Interessenkonflikten (II.), die Einführung von Informationspflichten (III.) und eines Überwachungsregimes (IV.) untersucht werden. Um das Ergebnis vorwegzunehmen: Neben einigen richtigen Ansätzen haben die SEC und die EG-Kommission manche Rechtspflichten kontraproduktiv oder nur halbherzig rechtlich normiert.

II. Interessenkonflikte

1. Vermeidung von Interessenkonflikten

a) Unvereinbarkeit von Beratung und Rating der Beratungsleistung

Unterscheiden lassen sich tätigkeitsbezogene und strukturelle Interessenkonflikte. Als Rechtsfolgen lassen sich ein Verbot der Abgabe eines Ratings oder eine Aufklärung über den

Interessenkonflikt statuieren. Die Interessenkonflikte bei Ratingagenturen liegen auf der Hand, wenn die Ratingagentur über ein Finanzprodukt berät und über dieses dann ein Rating abgibt. Von Unabhängigkeit kann in einem solchen Fall nicht gesprochen werden. Noch relativ allgemein fordert die IOSCO, dass eine Ratingagentur das Ratinggeschäft von jedem anderen Geschäftsbereich, einschließlich des Beratungsgeschäfts, trennen *sollte*, das einen Interessenkonflikt darstellen könnte.⁴² Im US-amerikanischen Recht ist es Ratingagenturen verboten, Empfehlungen gegenüber dem Emittenten oder Schuldner auszusprechen.⁴³ Konkreter formuliert nun der EU-Verordnungsvorschlag, dass eine Ratingagentur keine Beratungsleistungen für das bewertete Unternehmen oder einen verbundenen Dritten erbringen darf in Bezug auf die Unternehmens- oder Rechtsstruktur, Vermögenswerte, Verbindlichkeiten oder Tätigkeiten des bewerteten Unternehmens oder eines verbundenen Dritten.⁴⁴

b) Rotationspflicht und Umsatzschränken

Daneben gibt es zahlreiche weitere Einschränkungen, um Interessenkonflikte zu vermeiden: So dürfen in den USA etwa keine Geschenke über 25 \$⁴⁵ angenommen werden. Nach den europäischen und US-amerikanischen Vorgaben dürfen Ratingagenturen maximal vier Jahre in Folge ein Rating für ein Unternehmen erstellen.⁴⁶ Abweichungen zwischen den USA und Europa finden sich in Bezug auf Abhängigkeiten aufgrund von Umsätzen. Nach Auffassung der IOSCO muss eine Ratingagentur darüber aufklären, wenn sie 10 % der jährlichen Einnahmen von einem Klienten erhält.⁴⁷ In den USA ist in diesem Fall eine Tätigkeit verboten.⁴⁸ Noch strenger war das ursprüngliche Konsultationspapier der EU-Kommission, wonach es für ein Ratingverbot bereits ausreichte, wenn 5 % oder mehr der jährlichen Einnahmen durch eine Klienten erzielt werden.⁴⁹ In dem jetzigen Verordnungsentwurf wurde das Verbot eines Ratings bei bestimmten Umsätzen nur in eine Aufklärungspflicht über den bestehenden Interessenkonflikt abgemildert.⁵⁰

2. Kommentare

a) Fehlende Präzisierung

Ob eine Trennung von Beratung und Rating strikt durchgeführt werden sollte, war heftig umstritten. Eine Trennung von Beratung und Bewertung, so ließe sich behaupten, sei bei dem Duopol der beiden großen Moody's und Standard & Poor's nicht möglich. Allerdings können durch Trennung von Beratung und Prüfung auch neue Marktsegmente geschaffen werden. Vor allen drängt sich ein Vergleich mit den Wirtschaftsprüfern auf. Im Europäischen Recht wurde 2006 etwa die Unabhängigkeit der Wirtschaftsprüfer vereinheitlicht und ein sogenanntes *Selbstprüfungsverbot* eingeführt.⁵¹

³⁴ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), S. 2.

³⁵ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23).

³⁶ CESR, Consultation Paper about the role of credit rating agencies in structured finance, February 2008, CESR 08-036; CESR, CESR's Second Report (Fn. 12), S. 22 Rn. 102.

³⁷ Securities and Exchange Commission (SEC), 17 CFR Parts 240 and 243, Release No. 34-57967, File No. S7-13-08 of June 16, 2008 (Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), <http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57967.pdf>. Daneben gibt es mittlerweile einen weiteren Vorschlag vgl. SEC, 17 CFR Parts 240 and 243, Release No. 34-59343, File No. S7-04-09 of February 2, 2009 (Re-proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), <http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-59343.pdf>.

³⁸ Europäische Kommission, Consultation paper for a proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies of July 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/securities_agencies/consultation-cra-framework_en.pdf.

³⁹ SEC, 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No. 34-59342, File No. S7-13-08 of February 2, 2009 (Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), <http://www.sec.gov/rules/financial/2009/34-59342.pdf>.

⁴⁰ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27).

⁴¹ Etwa CESR, CESR's response to the consultation document of the Commission services on a draft proposal for a Directive/Regulation on Credit Rating Agencies, CESR/08-671, http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/authorities/cers1pdf/_EN_1.0_&a=d, S. 2. Daneben aber auch Ratingagenturen wie Fitch, siehe *Berschens/Cünnen*, EU reguliert Bonitätsprüfer, Handelsblatt v. 13. 11. 2008, S. 27.

⁴² IOSCO, Code of Conduct (Fn. 23), Marginal number 2.5.

⁴³ 17 CFR 240.17 g-5 (c)(5); siehe SEC, Release Nr. 34-59342 of February 2, 2009 (Fn. 39), S.105.

⁴⁴ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 5 i. V. mit Annex I.B. Nr. 4.

⁴⁵ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 6 Abs. 4.

⁴⁶ Ibid.

⁴⁷ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23), Nr. 2.08 (b).

⁴⁸ 17 CFR § 240.17 g-5 (c)(1); siehe SEC, Release Nr. 34-59342 of February 2, 2009 (Fn. 39), S. 105.

⁴⁹ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 9 Abs. 2 lit. a).

⁵⁰ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 5 Abs. 1, 2 i. V. m. Annex I.B. Nr. 2.

⁵¹ Art. 22 Abs. 2 der RiL 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17. 5. 2006 über die Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen

Vorher hatten die USA durch den Sarbanes-Oxley-Act (SOX) vom 30.2.2002⁵² schon ein solches Selbstprüfungsverbot eingeführt. Eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft verstößt gegen diese Vorschrift, wenn sie gleichzeitig mit der Abschlussprüfung bestimmte Finanzdienstleistungen erbringt.⁵³ Die Einführung des Selbstprüfungsverbots für Ratingagenturen ist deshalb grundsätzlich positiv zu bewerten.

Unklar bleibt allerdings, was konkret unter Beratung zu verstehen ist. Im US-amerikanischen Recht finden sich keine genaueren Angaben. Der Verordnungsentwurf verlangt einerseits, dass eine Ratingagentur sicherstellt, dass ihre Analysten weder formell noch informell Vorschläge unterbreiten oder Empfehlungen abgeben, die die Konzeption strukturierter Finanzinstrumente betreffen, zu denen von der Ratingagentur ein Rating erwartet wird.⁵⁴ Andererseits kann eine Ratingagentur auch andere Dienstleistungen als die Abgabe von Ratings erbringen, die nachfolgend als „Nebendienstleistungen“ bezeichnet werden. Die Ratingagentur hat dafür zu sorgen, dass die Erbringung von Nebendienstleistungen keinen Interessenkonflikt mit ihren Ratingtätigkeiten verursacht, jedoch darf sie selbst bestimmen, was sie unter Nebendienstleistungen versteht.⁵⁵

Ganz offensichtlich bedarf es hier weiterer Präzisierung und die Formulierung im SOX kann gewiss hilfreich sein. Die Begründung der Ratingagentur gegenüber dem Unternehmen, warum ein bestimmtes Rating zustande gekommen ist, wäre dann nicht etwa eine unzulässige Beratung, wie in der politischen Diskussion noch bezweifelt worden war.⁵⁶

b) Rotationspflicht, Tätigkeitsverbote und Marktzutrittschranken

Durch die Rotationspflicht erhofft man sich eine Vermeidung von zu engen Beziehungen und Banden zwischen den Analysten und den bewerteten Unternehmen und den daraus entstehenden Interessenkonflikten. Grundsätzlich wird eine solche Pflicht auch von den CRAs anerkannt.⁵⁷ Allerdings müssen Analysten mit dem bewerteten Unternehmen zusam-

menarbeiten, um die notwendigen Erfahrungen mit und Einsichten in die speziellen Charakteristika des Unternehmens zu erlangen.⁵⁸ Es erscheint widersprüchlich, wenn der Verordnungsentwurf einerseits von den Ratingagenturen explizit fordert, dass ihre Mitarbeiter über angemessene Kenntnisse und Erfahrungen verfügen müssen⁵⁹ und andererseits den Kontakt zwischen Mitarbeitern und Kunden beschränkt.⁶⁰ Daher könnte der hier verwendete One-size-fits-all-Ansatz mit starren Zeitrahmen die Qualität der Ratings mehr beeinträchtigen als ein durch eine lange berufliche Beziehung auftretender Interessenkonflikt.⁶¹ Vor diesem Hintergrund wäre zu überlegen, ob es nicht sinnvoller wäre, nur die Auswechslung des „lead analysts“ verpflichtend vorzuschreiben.⁶²

In dem Konsultationsverfahren ist das ursprüngliche Verbot der EU-Kommission, ein Rating bei mehr als 5 % Gesamtjahresumsatz nicht durchführen zu dürfen, massiv kritisiert worden.⁶³ Tatsächlich müssten neue Ratingagenturen vom ersten Tag an mehr als 20 Kunden haben, um nicht unter das Verbot zu fallen. Wenn mit dem neuen Regelwerk aber auch bezweckt ist, das bestehende Duopol von Moody's und Standard & Poor's aufzubrechen, sollte man Regelungen vermeiden, welche die jetzigen Marktstrukturen verfestigen.⁶⁴ Im Ergebnis erscheint deshalb die Offenlegungspflicht der IOSCO und des europäischen Verordnungsvorschlags passgenauer als das US-amerikanische Recht. Damit können die Investoren selbst die Relevanz des Interessenkonfliktes beurteilen.

c) De lege ferenda: Erhöhung der unsolicited ratings

Ohne Zweifel sind die Maßnahmen hilfreich, um die Interessenkonflikte zu reduzieren. All diese Maßnahmen können aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass der potentielle Interessenkonflikt bestehen bleibt, solange das Unternehmen die Ratingagentur mit der Erstellung des Ratings beauftragt – gemäß dem Motto, „wes Brot ich ess', des Lied ich sing'“. Die neuen Vorschriften verhindern die Interessenkonflikte nicht, sondern reduzieren sie nur.

Bisher existiert ein Markt für Ratings ohne Auftrag (unsolicited ratings) weitgehend nur für die Folgeratings nach einer Beauftragung durch ein Unternehmen. Weiterführend wäre es deshalb, wenn sich künftig die unsolicited ratings als Gattung durchsetzen würden, die von anderen Marktteilnehmern als dem Unternehmen abgefragt und auch käuflich erworben würden. Inzwischen scheint der Wettbewerb zuzunehmen und der Markt sich in diese Richtung zu entwickeln. Die Egan-Jones Rating Company bietet etwa gar keine Auftragsratings mehr an, sondern wirbt damit, keinen Interessenkonflikten zu unterliegen.⁶⁵

Allerdings haben unsolicited ratings von Ratingagenturen auch Nachteile und sind deswegen umstritten.⁶⁶ Trotz all

und konsolidierten Abschlüssen, zur Änderung der RiL 78/660/EWG und 83/249/EWG des Rates und zur Aufhebung der RiL 84/253/EWG, ABl. Nr. L 157/87 v. 9.6.2006, S. 97: „...dürfen der Abschlussprüfer oder die Prüfungsgesellschaft bei Selbstprüfung oder Eigeninteresse die Abschlussprüfung nicht durchführen.“

⁵² Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. Nr. 107–204, 116 Stat. 745. Dazu siehe: S. Schmidt BB 2003, 779, 785; Arbeitskreis „Externe und interne Überwachung der Unternehmung“ der Schmalenbach Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. BB 2004, 2399, 2406.

⁵³ Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. Nr. 107–204, 116 Stat. 745, Sec. 201 inserted as Sec. 10A (g) of Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S.C. 78j–1 amended by SEC, Final Rule: Strengthening the Commission's Requirements Regarding Auditor Independence, 17 CFR Parts 210, 240, 249 and 274, Release Nr. 33–8183 of 28.01.2003, <http://sec.gov/rules/final/33-8183.htm>, Amendments to Section 210.2–01 Qualifications of accountants, S. 69 ff.; dazu siehe S. Schmidt BB 2003, 779, 785, 781.

⁵⁴ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art 5 i. V. m. Annex I.B. Nr. 5.

⁵⁵ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art 5 i. V. m. Annex I.B. Nr. 4 Ua. 2.

⁵⁶ So die jetzigen ungenauen Begriffe kritisierend: German banking industry associations, Stellungnahme zum Entwurf einer Richtlinie/Verordnung über Ratingagenturen, S. 6, http://circa.europa.eu/Public/irc/market/market_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/organisations&om=detailed&sb=Title.

⁵⁷ Fitch Ratings, Stellungnahme zum Entwurf einer Richtlinie/Verordnung über Ratingagenturen v. 5.9.2008, S. 8, http://circa.europa.eu/Public/irc/market/market_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/citizens/fitchpdf/EN_1.0_&a=d; Moody's Investors Service Ltd., Stellungnahme zum Entwurf einer Richtlinie/Verordnung über Ratingagenturen v. 5.9.2008, S. 21, http://circa.europa.eu/Public/irc/market/market_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/citizens/moodyspdf/EN_1.0_&a=d.

⁵⁸ Siehe German banking industry associations, Stellungnahme (Fn. 56), S. 6.

⁵⁹ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 6 Abs. 2.

⁶⁰ Fitch Ratings, Stellungnahme (Fn. 57), S. 8.

⁶¹ German banking industry associations, Stellungnahme (Fn. 56), S. 6.

⁶² GDV Die Deutschen Versicherer, Stellungnahme zum Entwurf einer Richtlinie/Verordnung über Ratingagenturen, http://circa.europa.eu/Public/irc/market/market_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/organisations/insurance_gdvpdf/EN_1.0_&a=d, S. 10; Moody's Investors Service Ltd., Stellungnahme (Fn. 57), S. 22.

⁶³ Siehe German banking industry associations, Stellungnahme (Fn. 56), S. 5 f.; Fitch Ratings, Stellungnahme (Fn. 57), S. 7.

⁶⁴ Darauf weist auch die EU-Kommission in ihrer Begründung hin; Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), S. 2.

⁶⁵ <http://www.egan-jones.com>.

⁶⁶ Rousseau 51 McGill L.J. (2006), 617, 637.

der Informationspflichten, denen der Emittent unterliegt, ist die Informationsbasis erheblich kleiner als im Fall eines Auftragsratings. Daher können unsolicited ratings nur unvollständig zur Beseitigung der Informationsasymmetrie beitragen.⁶⁷ Kritiker betonen auch, dass Ratingagenturen sie als ein Mittel verwenden, um ihren Marktanteil zu erhöhen. Indem sie dem Emittenten ein niedrigeres, unbeauftragtes Rating erteilen, kann die Ratingagentur versuchen, widerwillige Emittenten zur Beauftragung zu zwingen, da dann die Hoffnung auf ein besseres Rating besteht.⁶⁸ Ratingagenturen könnten also Emittenten mit unangemessen niedrigen Ratings drohen, um mehr Geschäft und Gebühren zu erhalten.⁶⁹ Der bekannteste, dieses Problem behandelnde Fall betrifft Moody's, die ein unbeauftragtes Rating für Bonds herausbrachte, das erheblich niedriger war als jenes von anderen Ratingagenturen.⁷⁰ Außerdem verzerren unbeauftragte Ratings angeblich den Preisbildungsmechanismus, da sie auf Grund der beschränkteren Informationsbasis dazu neigen, weniger akkurat zu sein.⁷¹ Jedoch gibt es neben dem Moody's-Fall wenig Hinweise darauf, dass unbeauftragte Ratings wesentlich schlechter ausfallen als Auftragsratings.⁷²

Die obigen Ansichten sind wichtig, um den wirklichen Beitrag von unbeauftragten Ratings klarzustellen. Mangels überzeugender empirischer Beweise kann nicht davon ausgegangen werden, dass unbeauftragte Ratings einen positiven Einfluss auf den Markt haben. In Anbetracht des Moody's-Falles bleibt ein Risiko des Missbrauchs bestehen.⁷³

Denkbar wäre zudem, dass die Aufsichtsbehörden die Ratingagenturen mit der Erstellung eines Ratings beauftragen. Im Kapitalmarktrecht ist eine solche Beauftragung etwa bei der Kontrolle von Wertpapierunternehmen durch Prüfer bekannt. Dort prüfen Wirtschaftsprüfer im Auftrag der BaFin, ob die Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihre Aufklärungs- und Beratungspflichten eingehalten haben, vgl. §§ 35, 36 WpHG. Konsequenterweise müsste man dann den Ratingagenturen aber auch Informations- und Zutrittsrechte einräumen. Die Kosten für das Rating hätte nicht die Allgemeinheit, sondern das Unternehmen zu tragen. Dieser Ansatz würde die Lücke zwischen Auftragsrating und unbeauftragtem Rating schließen und gleichzeitig die Unabhängigkeit der Ratingagenturen sicherstellen.

III. Informationspflichten

1. Der Kern des Ratings: Informationen über die Ausfallwahrscheinlichkeit des Finanzproduktes

a) Die Vorschläge von IOSCO, der SEC und der Europäischen Union

Shen die überarbeitete Fassung des Code of Conduct der IOSCO geht auf die strukturierten Finanzprodukte ein: Die Ratingagentur muss irreführende Informationen verhindern. Für strukturierte Finanzprodukte muss auf fehlende historische Daten und das besondere Risikopotential hingewiesen

werden, falls sich dieses ändern kann.⁷⁴ Darüber hinaus müssen Ratingagenturen ihr Rating von strukturierten Finanzprodukten von traditionellen Unternehmensanleihen unterscheiden, bevorzugt durch ein unterschiedliches Ratingsymbol.⁷⁵ Außerdem muss die Ratingagentur sowohl mitteilen, wie diese Differenzierung funktioniert, als auch das jeweilige Ratingsymbol klar definieren und bei allen Wertpapieren eines Typs einheitlich anwenden.⁷⁶

Diese Regeln hatte die SEC in ihrem ursprünglichen Vorschlag übernommen und eine Regel vorgeschlagen, die die NRSROs dazu verpflichten würde, ihre Ratings für strukturierte Finanzprodukte von anderen Ratingklassen mittels eines beiliegenden Berichts oder eines anderen Symbols zu differenzieren. Gedacht war etwa identifizierende Zeichen an existierende Ratingskalas anzuhängen, zum Beispiel „AAA.sf“ oder „AAA.sr“. In der nun verabschiedeten Fassung vom Februar 2009 lehnt die SEC allerdings eine solche Differenzierung nach den verschiedenen Finanzprodukten ebenso ab wie die Schaffung einer eigenen Risikoklasse.⁷⁸

Vergleichbares findet sich auf europäischer Ebene: Nach dem europäischen VO-Vorschlag muss die Ratingagentur offenlegen, welche Methoden, Modelle und grundlegenden Annahmen sie bei ihren Ratings verwendet; die Informationen müssen aus zuverlässigen Quellen stammen.⁷⁹ Daneben muss darauf hingewiesen werden, wenn sich die Ratingagentur auf Daten Dritter verlässt.⁸⁰ Das Konsultationspapier der EU-Kommission sah für die Unterscheidung von strukturierten Finanzprodukten noch vor, dass eine Ratingagentur sicherstellen muss, dass eine eigene klar differenzierte Risikoklasse eingeführt wird.⁸¹ Der jetzige VO-Vorschlag weicht von der ursprünglichen Fassung ab, weil die Ratingagentur die Wahl hat, ob sie eine klare Differenzierung der strukturierten Finanzprodukte vornimmt oder aber nur in einem Bericht auf die Risiken hinweist.⁸² Damit bleiben der europäische VO-Vorschlag und das US-amerikanische Recht gegenüber ihren ursprünglichen Vorschlägen zurück.

b) Eine 180°-Drehung und erfolgreicher Lobbyismus

Im Juli 2008 waren die besonderen Risikohinweise nicht nur von der IOSCO⁸³, der SEC⁸⁴ und der EU-Kommission⁸⁵ gefordert worden. Auch andere kompetente Einrichtungen

⁶⁷ Habersack ZHR 169 (2005), 185, 198 f.

⁶⁸ Pinto 54 Am. J. Comp. L. (2006), 341, 344 f..

⁶⁹ Partnoy, in: Fuchita/Litan (Hrsg.), Financial Gatekeepers – Can they protect investors?, 2006, S. 71 ff.

⁷⁰ Jefferson County School District Nr. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc., 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999); siehe beispielhaft Literatur hierzu: Pinto 54 Am. J. Comp. L. (2006), 341–356, 354 f. Partnoy, in: Fuchita/Litan (Fn. 69), S. 71 ff.

⁷¹ Schwarcz 1 U.Ill.L.Rev. (2002), 1, 16 f..

⁷² Schwarcz 1 U.Ill.L.Rev. (2002), 1, 16 f..

⁷³ Rousseau 51 McGill L.J. (2006), 617, 637.

⁷⁴ IOSCO, Code of Conduct (Fn. 23), Nr. 1.6, 1.7 und 1.7–3.

⁷⁵ IOSCO, Code of Conduct (Fn. 23), Nr. 3.5 (b).

⁷⁶ IOSCO, Code of Conduct (Fn. 23), Nr. 3.5 (b).

⁷⁷ SEC, Release Nr. 34–57967 of June 16, 2008 (Fn. 37), S. 98.

⁷⁸ SEC, Release Nr. 34–59342 of February 2, 2009 (Fn. 39), S. 105.

⁷⁹ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 7.

⁸⁰ Abs. 2 i. V. m. Annex I.D.II.2 Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 8.

⁸¹ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 14 Nr. 3.

⁸² Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 8 (3): „Gibt eine Ratingagentur ein Rating für strukturierte Finanzinstrumente ab, so ist dabei eine der folgenden Anforderungen zu erfüllen: Die für strukturierte Finanzinstrumente in Frage kommenden Ratingagenturen sind klar von den Kategorien zu unterscheiden, die für andere Arten von bewerteten Unternehmen oder Finanzinstrumenten verwendet werden können. Sie veröffentlicht einen Bericht, in dem die Methode, anhand deren das Rating bestimmt wurde, ausführlich beschrieben und darüber hinaus dargelegt wird, wie sich diese von Methoden unterscheiden, die bei anderen Arten von bewerteten Unternehmen oder Finanzinstrumenten zum Einsatz kommen, und inwiefern sich das Risikoprofil eines strukturierten Finanzinstruments von den Risiken anderer Arten von bewerteten Unternehmen oder Finanzinstrumenten unterscheidet.“

⁸³ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23), Nr. 3.5 (b).

⁸⁴ SEC, Release Nr. 34–57967 of June 16, 2008 (Fn. 37), S. 97.

⁸⁵ Begründung zu: Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Erwägungsgrund 14 f.

wie das Financial Stability Forum (FSF)⁸⁶, die CESR⁸⁷, das Institute for International Finance (IIF)⁸⁸ und der Deutsche Sachverständigenrat⁸⁹ hatten sich diesem Petition angeschlossen. Folglich muss es überraschen, dass nur wenige Monate später die SEC und die EU-Kommission einen Rückzieher vollziehen – Handelt es sich hier um erfolgreichen Lobbyismus der Ratingagenturen? Zwei der drei großen Ratingagenturen hatten gegen die Einführung eines unterschiedlichen Symbols für strukturierte Finanzprodukte protestiert. Was waren die Argumente? Nach Fitch wäre es sinnvoller und nützlicher für die Marktteilnehmer, wenn das Rating von zusätzlichen ergänzenden Ratings und Indikatoren (zum Beispiel default/loss severity, Schätzung der Qualität der Sicherheiten) abhängt.⁹⁰ Moody's formuliert in drastischen Worten in einer Stellungnahme zum Verordnungsvorschlag, dass eine zu detaillierte Gesetzgebung ein falsches Sicherheitsgefühl unter den Marktteilnehmern erzeugen könne, weil die Ratings durch die Behörde überprüft und damit als eigene Versicherung angesehen würden. Des Weiteren führt Moody's an, dass ein detailliertes Regelwerk den Eindruck wecken könne, dass Marktteilnehmer nicht ihre eigenen Analysen durchführen müssten, wenn sie Investitionsentscheidungen treffen, sondern sich ohne weiteres auf Ratings verlassen können.⁹¹ In einer von Moody's durchgeführten Studie sprach sich die Mehrheit der befragten Investoren gegen eine Änderung der Ratingkategorien aus, weil zusätzliche Ratingsymbole keinen informationellen Inhalt hätten und den Investor nicht dazu anhalten würden, eine eigene Risikoeinschätzung durchzuführen.⁹² Die Einführung einer gesonderten Ratingkategorie würde den Vorteil einer branchenübergreifenden Vergleichbarkeit der Finanzinstrumente und Wertpapiere mit verschiedenen Strukturen und Ursprüngen wegfallen lassen.⁹³ Sie erhöhe die Marktkosten und sei deshalb unverhältnismäßig.⁹⁴ Die Ratingagenturen Standard & Poor's, R&I und andere hatten dagegen die Formulierung des jetzigen VO-Vorschlags angeregt.⁹⁵

c) Die Komplexität von strukturierten Finanzinstrumenten – toxic papers

Bevor nun die Gegenargumente vorgebracht werden sollen, kommen wir nicht umhin, uns diese strukturierten Finanzprodukte etwas genauer anzuschauen. Wir hatten gesehen, dass Investmentbanken Einzelkredite sammelten, sie neu strukturierten und die meisten Tranchen mit einem guten bis exzellenten Rating verkauften, obwohl sie einen nennenswerten Anteil an zweitklassigen Subprime-Krediten enthielten.⁹⁶

In mindestens fünf Kriterien unterscheiden sich die CDOs gegenüber normalen Finanzinstrumenten wie Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen: Erstens waren die strukturierte Finanzprodukte so neuartig, dass diese Finanzprodukte *keine „Geschichte“* hatten, also keine Erfahrungen über die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Finanzprodukte existieren.⁹⁷ Zweitens basierten die vorhandenen Performanzwerte auf etlichen sehr *optimistischen Umständen*: hohes Wirtschaftswachstum, niedrige und stabile Zinssätze und regelmäßige jährliche Aufwertung im Wohnungsmarkt.⁹⁸ Drittens wurden die Kreditauffälle im Portefeuille nicht anteilmäßig auf die *einzelnen Tranchen* verteilt; sondern anfallende Verluste zunächst allein der untersten Tranche zugerechnet. Sollten die Verluste die unterste Tranche aufzehren, muss die nächst höhere Tranche die weiteren Verluste absorbieren – und so fort. Wasserfallprinzip nennt sich dies.⁹⁹ Höhere Tranchen waren dadurch zunächst jedenfalls gegen Verluste abgesichert. Die Ratingagenturen haben diesen höheren Tranchen, die meist 60 bis 80 Prozent des Gesamtportefeuilles ausmachten, deshalb ursprünglich oft die Bestnoten „AAA“ für höchste Ausfallsicherheit zuerkannt. Viertens wurden „BBB“-Tranchen unterschiedlicher Gesamtportefeuilles dann wieder zusammengefasst; zur *Risiko-diversifizierung* wurden oft noch „BBB“-Tranchen anderer Bereiche beigemischt, etwa Kreditkartenkredite oder Autodarlehen. Dieses neue Portefeuille wurde wiederum tranchiert – wodurch wiederum „hochwertige“ „AAA“- und „AA“-Tranchen entstanden. Und fünftens zeigt eine Studie der Ratingagentur Standard & Poor's nun auf, wie vergleichsweise kleine Änderungen der Annahmen zu enormen *Wertverlusten* führen. So hat zum Beispiel die „AA+-Tranche unter Szenario 4 noch einen rechnerischen Barwert von 75,76 Prozent, im Szenario 5 aber nur noch von 8,85 Prozent.¹⁰⁰ Das erklärt die krasse Herabsetzung von vier oder fünf Stufen¹⁰¹ und ist auch der Grund, warum sich Investoren scheuen, diese CDOs zu erwerben. An der Bewertungsfrage waren bislang alle Konzepte dafür gescheitert, dass der Staat den Banken solche strukturierte Finanzpapiere abkauft und in einer „bad bank“ auslagert.¹⁰²

⁸⁶ Financial Stability Forum (FSF), Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 7th April 2008, S. 34, www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

⁸⁷ CESR, CESR's Second Report (Fn. 12), S. 26 Rn. 122.

⁸⁸ IIF, Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices, April 2008, Rn. 88(c), www.iasplus.com/crunch/0804iifbestpractices.pdf.

⁸⁹ Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Das Erreichte nicht verspielen, Jahresgutachten 2007/08 vom 7. 11. 2007, Rn. 248, <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/gutachten/ga-content.php?gaaid=52>; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09 vom 12. 11. 2008, Rn. 229.

⁹⁰ Fitch Ratings, Stellungnahme (Fn. 57), S. 9.

⁹¹ Moody's Investors Service Ltd., Stellungnahme (Fn. 57), S. 7.

⁹² Moody's Investors Service Ltd., Stellungnahme (Fn. 57), S. 23f: "We received over 200 submissions from institutions representing more than \$9 trillion in fixed income assets under management. About three quarters of all respondents (both by number and assets under management) strongly advised no change to the rating scale currently used by MIS for rating structured securities. Many respondents also expressed the view that using the same rating scale but adding a modifier to all structured finance ratings would be merely a cosmetic change."

⁹³ German banking industry associations, Stellungnahme (Fn. 57), S. 7.

⁹⁴ HM Treasury, FSA and Bank of England, Stellungnahme zum Entwurf einer Richtlinie/Verordnung über Ratingagenturen v. 5. 2. 2009, S. 20, http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies/authorities/uk_ministrypdf/_EN_1.0_&a=d.

⁹⁵ R & I, Comments on European Commission Draft v. 5. 9. 2008, S. 15; S & P President Martin Winn, Rede vor der CESR am 23. 2. 2009, www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/au/page.category/ratings/2,1,1,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html. Ebenso für eine solche Differenzierung im US-amerikanischen Recht: ICI-Statements v. 25. 7. 2008, S. 3, www.ici.org/statements/cmltr/08_sec-cra-com.html.

⁹⁶ Siehe oben I. 2.

⁹⁷ BaFin (Fn. 3), S. 15f.

⁹⁸ SEC, Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, Juli 2008, S. 35, <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>.

⁹⁹ *Krahnen* Perspektiven der Wirtschaftspolitik 6 (2005), 499; Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2007/08 (Fn. 89), Rn. 155ff.; siehe auch *Rudolph/Scholz*, CESifo DICE Report 3/2008, S. 14, 16; *Febr*, Strukturierte Anleihen sind derzeit kaum zu bewerten, FAZ v. 25. 2. 2009, S. 20; *Weber* (siehe sogleich unter 2.a mit Fn. 103), unter 3.

¹⁰⁰ Market Intellect from Standard & Poor's, Valuing Structured Finance Assets 101 v. 3. 11. 2008, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixed_income/Valuing%20SF%20Assets%20101.pdf.

¹⁰¹ Siehe Fn. 16.

¹⁰² *Febr* (Fn. 99), S. 20.

2. Rechtliche Folgerungen

a) Notwendigkeit einer Differenzierung zwischen normalen und strukturierten Finanzprodukten

Der deutsche Bundesbankpräsident Professor Weber spricht von „Finanzchemie“, der Möglichkeit, durch einen Etikettenwechsel aus einem „vin de pays“ einen „cru“ herbeizuzaubern.¹⁰³ In der Politik werden die strukturierten Finanzprodukte inzwischen als toxische Papiere („toxic papers“) bezeichnet, die in einer „bad bank“ auszulagern sind. Ganz ohne Zweifel sind die CDOs gegenüber normalen Finanzprodukten wie Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen bedeutend risikoreicher oder „gefährlicher“. Für die Volkswirtschaften kann es aber sinnvoll sein, auch künftig die internationale Handelbarkeit von Hypothekendarlehen (Mortgage-Backed Securities, MBS) und anderen Forderungen zuzulassen, weil die Bank damit ihr Risiko diversifizieren und Investoren, wie etwa Versicherungen, höhere Renditen erzielen können.¹⁰⁴ Ratingagenturen haben die letzten Jahre erfolgreich gearbeitet und konnten von ihrem Renommee zehren. Jedoch waren die viel zu positiven Ratings der inzwischen nicht oder kaum noch handelbaren komplexen Finanzprodukte Mitauslöser der Finanzkrise. Das Rating solcher Produkte kann seiner Aufgabe nur gerecht werden, wenn es das Risiko nicht unterschätzt oder überschätzt. Auf lange Sicht gesehen können nur solche Ratings zur Vertrauensbildung auf dem Markt beitragen, die das Risiko weitgehend zutreffend einschätzen.¹⁰⁵

Wegen der besonderen Gefährlichkeit der Produkte und den oben dargestellten Unterschieden zwischen CDOs und normalen Finanzprodukten wie Staats- oder Unternehmensanleihen muss den Käufern diese Gefährlichkeit vor Augen geführt werden. Der Hinweis von Moody's, dann unterbleibe eine Überprüfung durch den Investor, ist richtig und falsch zugleich: Richtig, weil die Ratingagenturen nur „empfehlen“, die Entscheidung dem Investor aber nicht abnehmen können. Falsch und sogar zynisch, weil es gerade Aufgabe der Ratingagenturen ist, kraft ihrer Kompetenz auf die besonderen Risiken und Gefahren hinzuweisen. Folglich kann das neu geschaffene US-amerikanische Recht als unzureichend beurteilt werden, weil die strukturierten Produkte nicht extra durch einen eigenen Report oder eine eigene Kennzeichnung ausgewiesen werden.¹⁰⁶ Zudem kommt die neue US-amerikanische Regel auch nicht den Vorgaben des IOSCO Code of Conduct nach.

b) Weitergehende Präzisierung und eigene Klassifizierung (AAA_{sf})

Der europäische VO-Vorschlag hat einige Vorschläge des IOSCO Code of Conduct aufgenommen. So müssen Ratingagenturen *auf fehlendes historisches Material hinweisen*¹⁰⁷ oder *von der Abgabe eines Ratings Abstand nehmen*, wenn fraglich ist, ob die Ratingagentur fähig ist, ein zuverlässiges

Rating für das Wertpapier abzugeben.¹⁰⁸ Dies könnte noch weiter konkretisiert werden: Ein konkretes Risiko wäre das Risiko einer Herabsetzung solcher Finanzprodukte um mehrere Stufen. Nach einer Studie der Bank of England war die Wahrscheinlichkeit einer Herabstufung um mehr als eine Stufe bei „structured products“ doppelt so hoch wie bei Unternehmensanleihen gleicher Bonität.¹⁰⁹

Wenn es das Ziel ist, den Unterschied zwischen normalen und den strukturierten Finanzprodukten aufzuzeigen, scheint es notwendig, den VO-Vorschlag anzupassen. Einzelheiten zur Wahrung der erforderlichen Flexibilität könnten und müssten nach dem Lamfalussy-Verfahren dann in einer Durchführungs-VO geregelt werden.¹¹⁰ Lehnt man aber einen solchen erklärenden Bericht ab, wäre die zwingende Konsequenz für Ratingagenturen, strukturierte Finanzprodukte wegen der genannten Risiken gleich im Ratingurteil schlechter einzustufen.

Das Rating und der beigefügte Bericht sind als Auftragsrating erst einmal nur dem Auftraggeber, also dem Unternehmen und nicht der Öffentlichkeit zugänglich. So ist zu befürchten, dass nur das Rating als solches, nicht aber der beigefügte, das strukturierte Finanzinstrument erklärende Bericht der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wird und dieses somit irreführend ist.¹¹¹ Deshalb spricht vieles dafür, eine eigene Gattung für strukturierte Finanzprodukte, wie etwa „AAA_{sf}“ einzuführen. Auch hier gilt es nicht, wie behauptet, falsche Sicherheit vorzutäuschen, sondern umgekehrt, durch eine eigene Klassifizierung auf die „Eigentümlichkeiten“ des Finanzproduktes hinzuweisen. Eine Unterscheidung scheint umso passender, wenn man bedenkt, dass in anderen Bereich bereits spezielle Ratingsymbole verwendet werden.¹¹²

Solche Hinweis- und Warnpflichten hätten darüber hinaus drei erwünschte präventive Konsequenzen: Um Pflichtverletzungen zu vermeiden, würden die Ratingagenturen in manchen Fällen davon absehen, die strukturierten Finanzprodukte zu bewerten. So formuliert der VO-Vorschlag:

„Für den Fall, dass keine verlässlichen Daten vorliegen oder die Struktur eines neuen Typs von Instrument oder die Qualität der verfügbaren Informationen nicht zufriedenstellend sind oder ernsthafte Fragen dahingehend aufwerfen, ob eine Ratingagentur ein glaubwürdiges Rating erbringen kann, *verzichtet die Ratingagentur auf die Abgabe eines Ratings* oder zieht ein vorhandenes Rating zurück.“¹¹³

Zweitens könnte diese Pflicht zudem von der Aufsichtsbehörde überwacht werden, was wahrscheinlich zu einer höheren Compliance-Rate führt. Und drittens hätte die Auflegung solcher Pflichten möglicherweise auch eine ex post-Haftung der Ratingagenturen wegen Pflichtverletzung zur Folge.¹¹⁴

¹⁰³ Weber, Financial Market Stability, Vortrag an der London School of Economics, www.bis.org/review/r080610a.pdf; deutsche Fassung: Die Subprime-Krise, Rede anlässlich des FTD Bankengipfels, www.bundesbank.de/download/presse/reden/2008/20080425.weber.php unter 3., der sich auf das Sachverständigengutachten (Fn. 89) bezieht.

¹⁰⁴ Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2007/08 (Fn. 89); ebenso angesprochen bei Weber (Fn. 103) unter 3.

¹⁰⁵ Siehe oben I.2.

¹⁰⁶ Kritisch folglich Gilani, Money_Morning v. 18.12.2008, abrufbar unter www.marketoracle.co.uk.

¹⁰⁷ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23), Nr. 1.7; Art. 8 Abs. 2 und Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Annex IID I. Nr. 3.

¹⁰⁸ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23), Nr. 1.7–3; Art. 8 Abs. 2 und Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Annex IID I. Nr. 3.

¹⁰⁹ Bank of England, Financial Stability Report, Oktober 2007. Issue Nr. 22; Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2007/08 (Fn. 89), Rn. 248.

¹¹⁰ Gegen eine zu starke Konkretisierung auf der ersten Stufe s. auch CESR, CESR/08–671 (Fn. 41), Nr. II.2; allgemein zum Lamfalussy-Verfahren T.M.J. Möllers ZEuP 2008, 480.

¹¹¹ Europäische Kommission, Consultation Paper for a proposal for a CRA Regulation (Fn. 38), Rn. 14f.

¹¹² Zum Beispiel Ratings wie etwa „pi“ oder kurzfristige Ratings wie etwa Moody's „P-1“. Vgl. Richter (Fn. 6), S. 60.

¹¹³ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 8 Abs. 2 i. V.m. Annex I D.I.3 UA. 2.

¹¹⁴ Vgl. Ebenroth/Dillon 24 Law & Pol'y Int'l. Bus. (1993), 703; Pinto 54 Am. J. Comp. L. (2006), 341, 351 ff.; Partnoy 79 Wash. U.L.Q. (1999), 491 ff.; Habersack ZHR 169 (2005), 185, 199 ff.; Blaurock ZGR 2007, 603, 627 ff.

Im Ergebnis sollten die verantwortlichen Gremien deshalb zu ihrer ursprünglichen Forderung nach einer Trennung der Ratings für normale und strukturierte Finanzprodukte zurückkehren. Der jüngst publizierte Larosière-Bericht¹¹⁵ der Wirtschaftsweisen hat erfreulicherweise ähnliche Forderungen erhoben.¹¹⁶ Auch das Europäische Parlament hat in seiner Stellungnahme zum VO-Entwurf der Europäischen Kommission klar eine Differenzierung der Ratingsymbole gefordert.¹¹⁷ Und der europäische Rat hat in seiner ersten Lesung vom 27. 7. 2009 die Fassung des europäischen Parlamentes angenommen. Der Lobbyismus gegen diese Vorschrift war nicht erfolgreich, zumindest nicht in der EU.

3. Weitere Informationspflichten

a) Webseite versus zentraler Datenspeicher

Die Regelwerke enthalten eine Fülle weiterer Informationspflichten. Ratingagenturen müssen etwa über ihre historischen Ausfalldaten regelmäßig berichten¹¹⁸ oder umfangreich auf Interessenkonflikte hinweisen, sowie über die Gebührenpolitik¹¹⁹ oder über die verwendeten Methoden¹²⁰ berichten. Während das US-amerikanische Recht es als ausreichend erachtet, dass die historischen Ausfalldaten auf der Webseite des Unternehmens veröffentlicht werden,¹²¹ verlangt der europäische VO-Vorschlag, dass diese Informationen der Öffentlichkeit in einem zentralen Datenspeicher der CESR zur Verfügung gestellt werden.¹²² Der europäische Vorschlag wurde zwar von den Ratingagenturen wegen vermeintlich höherer Kosten kritisiert,¹²³ hätte aber den Vorteil, dass die Daten vereinheitlicht werden könnten und der Investor leichter einen Zugang zu diesen Daten hätte. Ein solcher zentraler Datenspeicher würde sich zudem in die Bemühungen nach einer gemeinsamen europäischen Datenbank einpassen.¹²⁴

¹¹⁵ The de Larosière Group, Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU (25. 2. 2009), http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf, Rn. 71, Recommendation 3: "Finally, the rating of structured products should be transformed with a new, distinct code alerting investors about the complexity of the instrument", http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf.

¹¹⁶ Die Ausführungen des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments sind dagegen widersprüchlich, vgl. Ausschuss für Wirtschaft und Währung, Bericht über den Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen, geänderter Erwägungsgrund 18 (Änderungsvorschlag 19): „unterschiedliche Ratingkategorien verwenden, z. B. durch die Einfügung eines ergänzenden Kommentars, und zusätzliche Informationen über das spezielle Risikoprofil dieser Produkte liefern“.

¹¹⁷ Vgl. Europäisches Parlament, Standpunkt des Europäischen Parlaments, festgelegt in erster Lesung am 23. 4. 2009 im Hinblick auf den Erlass der VO (EG) Nr. .../2009 des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen (P6_TC1-COD(2008)0217), <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P6-TA-2009-0279&language=DE&ring=A6-2009-0191>: „Gibt eine Ratingagentur Ratings für strukturierte Finanzinstrumente ab, so muss sie sicherstellen, dass die für strukturierte Finanzinstrumente in Frage kommenden Ratingkategorien durch die Verwendung eines zusätzlichen Symbols klar von den Kategorien unterschieden werden, die für andere Unternehmen, Finanzinstrumente oder finanzielle Verbindlichkeiten verwendet werden.“

¹¹⁸ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23), Nr. 3.8.

¹¹⁹ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23), Nr. 2.5., 2.11–2.16, S. 8.

¹²⁰ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23), Nr. 3.5.

¹²¹ Sec. 15E(a)(1)(B)(i) of the Securities Exchange Act, 15 U.S.C. 78o–7(a)(1)(B)(i)–(x); siehe SEC, Release Nr. 34–59342 (Fn. 39), S. 6 ff.

¹²² Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 9 Abs. 2 i. V. m. Annex I.E.II. Nr. 1.

¹²³ Moody's Investors Service Ltd., Stellungnahme (Fn. 57), S. 27.

¹²⁴ VO (EG) Nr. 177/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. 2. 2008 zur Schaffung eines gemeinsamen Rahmens für Unterneh-

b) Information ohne Informationswert und Information Overkill

Informationspflichten können systemimmanente Nachteile haben: Sie sind hinderlich, wenn sie ohne Aussagegehalt oder sogar irreführend sind.¹²⁵ Ein Beispiel hierfür beinhaltet § 27 Abs. 2 Nr. 3 WpHG: Danach hat der Meldepflichtige anzugeben, ob er die Erlangung der Kontrolle über den Emittenten anstrebt. Ein Blick auf die amerikanische Pendantvorschrift (Schedule 13D, Item 4) deckt den fehlenden Aussagegehalt einer derartigen Meldepflicht auf: Meldepflichtige Investoren formulieren dort regelmäßig, dass zwar eine Übernahme nicht geplant ist, aber dies künftig auch nicht ausgeschlossen werden könne.¹²⁶ Vergleichbar mit der Herabsetzung der Schwelle des Directors' Dealing auf 5000 €¹²⁷ schafft der Gesetzgeber damit *Informationspflichten ohne Informationswert*.¹²⁸ In diese Richtung gehen eine Reihe der US-amerikanischen Informationspflichten: Dort werden etwa neun Interessenkonflikte aufgezählt, die von Ratingagenturen in einem Formblatt aufzulisten sind.¹²⁹ Da ein solches Formblatt von allen drei großen Ratingagenturen ausgefüllt wird, tendiert der Erkenntnisgewinn eher gegen Null.

Neu ist im US-amerikanischen Recht die Verpflichtung, 10 % aller Ratings inklusive Historie (anfängliches Rating, Downgradings, Upgradings, etc.) auf der eigenen Webseite zu veröffentlichen.¹³⁰ Nach Ansicht der SEC soll diese Verpflichtung die Vergleichbarkeit der Daten erleichtern. Solange diese umfangreichen Daten aber nicht ausgewertet werden, bilden sie nur „Tonnen von Information“ – die Gefahr einer Informationsflut, eines von einem durchschnittlichen Investor nicht zu verarbeitenden „information overkill“ liegt auf der Hand.

IV. Überwachung von Ratingagenturen

1. Die bisherigen Erfahrungen

Auch die neueste Fassung des Code of Conduct des IOSCO vom Mai 2008 sieht weiterhin nur eine freiwillige Selbstverpflichtung im Sinne eines „disclose or explain“ vor.¹³¹ In den

mensregister für statistische Zwecke und zur Aufhebung der VO (EWG) Nr. 2186/93, Abl. Nr. L 61/6 vom 5. 3. 2008.

¹²⁵ Zum Information Overload siehe etwa Rogers/Agarwala-Rogers, Communications in Organizations, 1976, S. 90; Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 116; Merkt Zfbf 55 (2006), 24 ff.

¹²⁶ So lautet eine Formulierung etwa: „Although the Reporting Persons do not have any specific plan or proposal to acquire or dispose of any securities of the Issuer, the Reporting persons may from time to time formulate other plans or proposal that relate to, might result in, or have the purpose or effect of changing or influencing control of the Issuer (...)“; siehe Schedule 13D des CHC Helicopter Corporation.

¹²⁷ Dies wurde auch behauptet, als die Schwelle für das Directors' Dealing von 25000 € auf 5000 € gesenkt wurde; siehe etwa Diekmann/Sustmann NZG 2004, 929, 936; Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, 2. Aufl. 2009, § 15 Rn. 16; Sethe, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, 4. Aufl. 2006, § 15a Rn. 82; Heinrich, in: KK-WpHG, 2007, § 15a Rn. 59.

¹²⁸ T.M.J. Möllers/Holzner NZG 2008, 166, 172.

¹²⁹ 17 C.F.R. § 240.17 g–5 (b) i. V. m. Exhibit 6; siehe SEC, Release Nr. 34–59342 (Fn. 39).

¹³⁰ Gemäß CFR § 240.17 g–2 (a) (8), treffen eine NRSRO folgende Aufbewahrungspflichten: „For each outstanding credit rating, a record showing all rating actions and the date of such actions from the initial credit rating to the current credit rating identified by the name of the rated security or obligor and, if applicable, the CUSIP of the rated security or the Central Index Key (CIK) number of the rated obligor“; siehe SEC, Release Nr. 34–59342 (Fn. 39), S. 17.

¹³¹ IOSCO, Code of Conduct Fundamentals (Fn. 23), Nr. 4.1: „A CRA should disclose to the public its code of conduct and describe how the provisions of its code of conduct fully implement the provisions of the

USA muss sich eine Ratingagentur andererseits bei der SEC registrieren lassen, um eine NRSRO zu werden. Der Status einer NRSRO ist wichtig, weil manche Gesetze vorschreiben, dass sich bestimmte Institutionen nur auf Ratings dieser Agenturen verlassen dürfen. Beispielsweise müssen sogenannte home loan banks (Bausparkassen) das zutreffende Kreditrisiko mit Hilfe der Ratings von NRSROs bestimmen.¹³² Außerdem haben viele Investmentfonds oder ähnliche Institutionen die interne Politik, nur Ratings von NRSROs zu verwenden.¹³³

Inzwischen haben zehn Ratingagenturen das Zulassungsverfahren der SEC erfolgreich durchlaufen und den Status einer NRSRO erhalten.¹³⁴ Trotz der allgemeinen Meinung, dass regulatorische Voraussetzungen als Marktzutrittschranken wirken,¹³⁵ haben sie hier den weniger renommierten Ratingagenturen geholfen, ihren Mangel an Reputation am Markt zu überwinden. Indem sie die gesetzlichen Voraussetzungen für eine Registrierung erfüllten, konnten sie die Markteintrittsbarriere eines langjährigen „Track Record“ überwinden.¹³⁶ Die EU-Kommission sieht in dem oligopolistischen Markt den Hauptgrund dafür, dass dieser nur wenige Anreize für einen Wettbewerb in Bezug auf die Qualität der Ratings bietet.¹³⁷ Die EU-Kommission schlägt daher vor, ein Zulassungsverfahren und Überwachungssystem für die Ratingagenturen einzuführen.¹³⁸ Dies würde für einen Ausgleich zwischen den USA und Europa sorgen, was besonders wichtig ist, da Ratingagenturen weltweit tätig sind.¹³⁹ Jene, die auf eine europäische Zulassungsvoraussetzung drängen, hoffen auch, dass diese es wie in den USA kleinen Ratingagenturen ermöglicht, mit den internationalen Riesen zu konkurrieren.

2. Unterschiede zwischen den USA und der EU – die fehlende europäische Aufsichtsbehörde

In Europa wird zur Zeit heftig diskutiert, wer die Ratingagenturen zulassen und überwachen soll. Nach dem jetzigen VO-Vorschlag sollen Zulassung und Überwachung durch die jeweilige nationale Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaates erfolgen. Die Einheitlichkeit der Zulassung soll aber insoweit sichergestellt werden, als das CESR die Zulassungsunterla-

gen vorab prüft.¹⁴⁰ Die nationalen Finanzaufsichtsbehörden sollten in Fragen der Überwachung der Ratingagenturen auch das CESR konsultieren.¹⁴¹ Sanktionen – wie etwa die Aussetzung des Ratings oder die öffentliche Bekanntmachung der Pflichtverletzung (sogenanntes „name and shame“) – hat wiederum die Aufsichtsbehörde des jeweiligen Mitgliedstaates zu verhängen.¹⁴² Die Europäische Zentralbank,¹⁴³ der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments¹⁴⁴ und der Larosièrereport¹⁴⁵ haben dieses Vorgehen als zu kompliziert abgelehnt und schlagen das CESR sowohl für Zulassung und Überwachung als auch für die Auferlegung von Sanktionen vor.¹⁴⁶ Damit ist man mitten in der Diskussion zwischen Eurozentrismus und Subsidiarität, also der Frage, ob Aufgaben auf europäischer Ebene zu zentrieren sind oder aber die Macht bei den Mitgliedstaaten verbleibt. Für die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten spricht der Gedanke des Wettbewerbs der Rechtsordnungen,¹⁴⁷ dagegen spricht die inzwischen auch in der Praxis höchst aktuelle Tendenz des „race to the bottom“, des Wettbewerbs hin zum niedrigsten Standard.

Derzeit verhindern die organisatorische Struktur und der Mangel einer Gesetzgebungskompetenz, dass das CESR das europäische Äquivalent zur amerikanischen SEC wird. Im Unterschied zur SEC besitzt das CESR nicht die Kompetenz, Gesetze oder verbindliche Verordnungen zu erlassen: Zur Zeit kann es nur Empfehlungen abgeben, die rechtlich nicht binden.¹⁴⁸ Jeder Mitgliedstaat entsendet einen hochrangigen Vertreter der jeweiligen nationalen Wertpapieraufsichtsbehörde, um an den Sitzungen des Komitees teilzunehmen. Das CESR stellt folglich ein eher großes Entscheidungsgremium dar, welches aus Vertretern zusammengesetzt ist, die naturgemäß ihre nationalen Positionen vortragen. Symptomatisch für die Schwierigkeiten einer Einigung unter den Mitgliedern des Komitees ist die Stellungnahme der CESR zum Verordnungsentwurf der Kommission: einige befürworten eine freiwillige Selbstregulierung, andere den Verordnungsvorschlag in der jetzigen Form, manche einen strengeren kooperativen Ansatz und wiederum andere eine eigene Europäische Agentur.¹⁴⁹

Die Idee einer europäischen Finanzdienstleistungsaufsichtsbehörde bleibt jedoch höchst umstritten.¹⁵⁰ Wegen der hohen Kosten, die mit 27 verschiedenen Aufsichtsbehörden verbunden sind, fordern größere Banken eine oberste Finanzaufsicht in Europa. Die deutsche Regierung steht dieser Idee jedoch skeptisch gegenüber.¹⁵¹ Die Kommission hat in

IOSCO Code and Principles. If a CRA's code of conduct deviates from the IOSCO provisions, the CRA should explain where and why these deviations exist (...).

¹³² Siehe U.S. Federal Home Loan Bank Capital Requirements in 12 C.F.R. 932.4, abrufbar unter http://edocket.access.gpo.gov/cfr_2003/12CFR932.4.htm.

¹³³ Zum Beispiel Gladstone Capital Corp, <http://www.gladstonecapital.com/>.

¹³⁴ Siehe die „Commission Orders“ für A.M. Best Company, Inc. (34–56 507, September 24, 2007), DBRS Ltd. (34–56 508, September 24, 2007), Fitch, Inc. (34–56 509, September 24, 2007), Japan Credit Rating Agency, Ltd. (34–56 510, September 24, 2007), Moody's Investor Services, Inc. (34–56 511, September 24, 2007), Rating and Investment Information, Inc. (34–56 512, September 24, 2007), Standard & Poor's Rating Services (34–56 513, September 24, 2007), Egan-Jones Rating Company (34–57 031, Dezember 21, 2007) und LACE Financial Corp. (34–57 300, Februar 11, 2008).

¹³⁵ Ein Beispiel für eine Regulierung, die als Marktzutrittsbarriere wirkt, ist im Gesundheitssektor zu finden; siehe Haas-Wilson, *Managed Care and Monopoly Power: The Antitrust Challenge*, Harvard 2003, S. 131.

¹³⁶ Everling/Trieu, in: Büschgen/Everling (Hrsg.), *Handbuch Rating*, 2007, S. 95, 114.

¹³⁷ Begründung zu Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), S. 2.

¹³⁸ Begründung zu Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), S. 5 ff.

¹³⁹ Begründung zu Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), S. 3.

¹⁴⁰ Vgl. Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 13.

¹⁴¹ Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 21 Abs. 2.

¹⁴² Europäische Kommission, VO-Vorschlag (Fn. 27), Art. 21 Abs. 1, 31.

¹⁴³ Kafsack/Paul, Ein Frühwarnsystem für die Finanzmärkte, FAZ v. 26. 2. 2009, S. 11.

¹⁴⁴ Ausschuss für Wirtschaft und Währung (Fn. 116), Änderungsvorschlag 69.

¹⁴⁵ The de Larosièrere Group (Fn. 115), Rn. 67, Recommendation 3.

¹⁴⁶ Kafsack/Paul (Fn. 142).

¹⁴⁷ Jackson/Pan 56 Bus Law (2001), 653; ders. 3 VA Law&Business Rev. (2008), 207; Köndgen, in: Basedow et al. (Hrsg.), *Economic Regulation and Competition of Services in the EU, Germany and Japan*, Den Haag 2002, S. 27, 29.

¹⁴⁸ T.M.J. Möllers ZEuP 2008, 480; ders., in: Festschrift Buchner, 2009, S. 649.

¹⁴⁹ Siehe CESR (Fn. 41), CESR/08–671, Nr. 3.

¹⁵⁰ Merkt, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten G zum 64. DJT, 2002, S. 124 ff.; Binder/Broichhausen ZBB 2006, 97; Cruickshank, in: Oditab, *The Future for the Global Security Market: Legal and Regulatory Aspects*, Oxford 1996, S. 267 ff.

¹⁵¹ Siehe FAZ vom 7. 7. 2006, S. 12.

ihrer Mitteilung zur Europäischen Finanzaufsicht ein dreiteiliges Aufsichtsregime vorgeschlagen, das aus einer Europäischen Bankaufsichtsbehörde („European Banking Authority“ [EBA]), einer Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung („European Insurance and Occupational Pensions Authority“ [EIOPA]) und einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde („European Securities Authority“ [ESA]) bestehen würde.¹⁵² Sie hätten die ausdrückliche Befugnis zur Zulassung und Überwachung europaweit tätiger Ratingagenturen¹⁵³ und wären mit erweiterten Zuständigkeiten, definierten Rechtsbefugnissen und einer größeren Autorität ausgestattet.¹⁵⁴ Trotz aller Bemühungen auf europäischer Ebene hin zu einer Harmonisierung der Aufsicht zeigt die Finanzkrise doch einen widersprechenden Befund: Die Frage, welchen Banken geholfen wird, wird in Europa auf nationaler und nicht europäischer Ebene gelöst. Diese Form der „Renationalisierung“ folgt der Vorgabe, „wer zahlt, bestimmt“.¹⁵⁵ Soll das Kapitalmarktrecht ernst genommen werden, bedarf es aber einer effektiven Umsetzung.¹⁵⁶ Dies ist zur Zeit noch die Achillesferse des europäischen Kapitalmarktrechts. Als richtungweisendes Vorbild kann das europäische Kartellrecht dienen, welches in den letzten 50 Jahren seine Stärke auch im internationalen Kontext gegenüber weltweit agierenden Konzernen bewiesen hat.¹⁵⁷ Diese starke Durchsetzung europäischen Rechts ist in dem Bereich des Kapitalmarktrechts genauso wichtig. Man sollte die Gunst der Stunde nutzen, um eine zentrale Aufsicht, vergleichbar mit den Kompetenzen der Generaldirektion Wettbewerb der Kommission, zu etablieren.¹⁵⁸

V. Zusammenfassung und Ausblick

Ganz unbestritten sind die Bestrebungen zu begrüßen, auf internationaler Ebene ein Regelwerk für Ratingagenturen zu schaffen. Die Vermeidung von Interessenkonflikten, Informationspflichten und ein Zulassungsverfahren bilden hierfür die richtigen Ansätze. Positiv ist auch, dass sich in den USA und in Europa die Einsicht durchsetzt, nicht nur die freiwillige Selbstverpflichtung der Ratingagenturen als Kodex zu nutzen, sondern harte Rechtspflichten zu schaffen, die von einschlägigen Behörden überwacht werden. Die schnelle Publikation von Regelwerken und Vorschlägen verdeutlicht den akuten Handlungsbedarf. Allerdings gibt es auch Optimierungsbedarf. Die Vermeidung der Interessenkonflikte, wie

etwa das Verbot von Beratung und Bewertung zur Sicherstellung des auch bei Wirtschaftsprüfern bekannten Selbstprüfungsverbots, muss weiter präzisiert werden. Unbefriedigend ist der Umstand, dass noch nicht ausreichend zwischen normalen Finanzinstrumenten und den deutlich risikoreicheren strukturierten Finanzprodukten differenziert wird. Eine Differenzierung würde Investoren wichtige und leicht erfassbare Informationen über die Produktgruppen bieten. Die Vorgaben der IOSCO wurden in den USA nicht und in Europa nur halbherzig umgesetzt. Umgekehrt zielen einige Informationspflichten ins Leere, wenn sie ohne Aussagegehalt oder sogar irreführend sind. Ein Anlegerschutz wird nicht erreicht, wenn Ratingagenturen die Aufklärung über Interessenkonflikte etwa formularmäßig mit wenig Informationsgehalt „abarbeiten“ können oder wenn die Einführung der Erfassung von Erfolgszahlen eher ein information overkill erzeugt.

Ob alle 27 nationalen Mitgliedstaaten zur Zulassung und Überwachung des Regelwerks in der Lage sind, muss man bezweifeln. Auch der CESR fehlen bisher die hierfür erforderlichen Befugnisse. Eine Europäische Agentur wird derzeit aber nur von einer Minderheit der Mitgliedstaaten befürwortet – ein Schwachpunkt des europäischen Rechts. Der jüngst erschienene Larosièrereport hält eine europäische Aufsichtsbehörde für politisch nicht durchsetzbar, verlangt aber eine Stärkung von CESR und den anderen Ausschüssen. Diese sollen zusammengelegt werden und die Möglichkeit haben, verbindliches Recht zu schaffen.¹⁵⁹ Die beteiligten Kreise betonten immer wieder, wie wichtig eine einheitliche weltweite Lösung ist. Die Arbeiten der IOSCO haben eine weitgehende Harmonisierung gezeigt. Der Beitrag hat aber auch verdeutlicht, dass die USA und Europa weiterhin in nicht unwichtigen Einzelfragen Sonderwege gehen.

Um auf die Frage des Untertitels zu antworten: Die Verringerung von Interessenkonflikten, die Einführung von Informationspflichten und staatlicher Überwachung von Ratingagenturen sind wichtige Schritte, wichtige *erste* (!) Schritte. Probleme wie die Konkretisierung einzelner Interessenkonflikte, die erforderliche Differenzierung von verschiedenen Risikoklassen oder eine effektive Überwachung werden dagegen noch nicht mit der notwendigen Energie angepackt. Zudem besteht weiterhin das Problem der Marktmacht aufgrund des engen Oligopols mit drei dominierenden Ratingagenturen. Auch sind die Sanktionen weiterhin ungeklärt; bis heute gibt es keine erfolgreichen Schadensersatzklagen gegen Ratingagenturen.¹⁶⁰ Schließlich bleiben andere Ursachen der Finanzkrise weiter ungelöst. In der von *William Shakespeare* 1599 geschriebenen Komödie „Much Ado about Nothing“ geht es nicht nur um Liebe, sondern auch um Sein und Schein. Das höhere Risiko von strukturierten Finanzprodukten wie RMBS oder CDOs muss von Ratingagenturen gegenüber dem Kapitalmarkt noch deutlicher als bisher publik gemacht werden. Die Finanzkrise ist zu ernst, um weiterhin dem Schein zu huldigen. Deshalb sollten die obigen Vorschläge zur stärkeren Transparenz der strukturierten Finanzprodukte aufgegriffen werden, damit der große Wurf („great success“) gelingt – das Kapitalmarktrecht bleibt ein „law in process“.

¹⁵² Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission über die Europäische Finanzaufsicht vom 27. 5. 2009, KOM(2009) 252 endg., http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/communication_may2009/C-2009_715_de.pdf, S. 9.

¹⁵³ Ibid., S. 11

¹⁵⁴ Ibid., S. 9

¹⁵⁵ FAZ v. 6. 4. 2009, S. 11; Schulz, FAZ v. 26. 5. 2009, S. 23.

¹⁵⁶ Siehe oben Fn. 1. Zu Recht mahnt auch die CESR (Fn. 41), CESR/08–671, Nr. 4 an, dass bisher noch keine Regelungen zu Bußgeldern im Verordnungsvorschlag der Europäischen Kommission (Fn. 27) zu finden sind. Ebenfalls Sanktionen fordert der Ausschuss für Wirtschaft und Währung (Fn. 116), geänderter Erwägungsgrund 33 (Änderungsvorschlag 30) und The de Larosièrereport (Fn. 115), Rn. 84.

¹⁵⁷ Kürzlich hat das Autoglaskartell eine Höchststrafe in Höhe von 1,4 Milliarden € erhalten; siehe *Kores, Car Glass Cartel* (Opening Remarks at Press Conference, Brüssel 12. 11. 2008), <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/08/604&type=HTML>.

¹⁵⁸ Das europäische Wettbewerbsrecht wurde nicht „renationalisiert“; siehe VO (EG) Nr. 1/2003 des Rates vom 16. 12. 2002 zur Durchführung der in den Art. 81 und 82 des Vertrags niedergelegten Wettbewerbsregeln, ABl. Nr. L 1 v. 4. 1. 2003, S. 1 – 25; A.A. aber The de Larosièrereport (Fn. 115), Rn. 218.

¹⁵⁹ The de Larosièrereport (Fn. 115), Rn. 67, 218.

¹⁶⁰ Mittlerweile werden Standard&Poor's, Moody's und Fitch vom größten öffentlichen US-Pensionsfonds „wegen Falschdarstellung“ verklagt, vgl. *Bräuer*, Flucht nach vorn, *Financial Times Deutschland* v. 16. 7. 2009, S. 2; *Brooks*, Raters Sued by Calpers Over Losses, *Wall Street Journal* v. 16. 7. 2009, abrufbar unter <http://online.wsj.com/article/SB124767147955-845849.html>.