

Andreas Kruck

## Ratingfiaskos und Regulierungsdilemma: Was die Fiaskoforschung aus dem Umgang mit den Fehlern von Ratingagenturen lernen kann

### 1. Ratingagenturen und die Untersuchung von Fiaskos

Kreditratingagenturen wie Moody's, Standard & Poor's (S&P's) oder Fitch bieten ein besonders reichhaltiges und instruktives Beispiel dafür, wie die politikwissenschaftliche Fiaskoforschung von einer Perspektivenerweiterung über »traditionelle« staatliche Akteure hinaus profitieren kann. Deutlich mehr als bloße Informationsdienstleister gelten Ratingagenturen nicht erst seit der jüngsten Weltfinanzkrise als mächtige transnationale private Autoritäten,<sup>1</sup> d.h. als grenzüberschreitend agierende *Governance*-Akteure, die das Verhalten von anderen privaten Marktakteuren, aber auch souveränen Staaten (mit-)steuern.

Zugleich herrscht unter Politiker\*innen, Regulierungsagenturen, Finanzmarktakteuren, Wissenschaftler\*innen und Journalist\*innen in den USA und in der EU weitestgehend Einigkeit, dass Ratingagenturen wiederholt – unter anderem bei mehreren großen Firmenpleiten in den USA, in der Asienkrise (1997/98) sowie in der jüngsten Weltfinanz- und der europäischen Schuldenkrise – für »Ratingfiaskos« verantwortlich zeichneten, sie also schwerwiegende und gesamtökonomisch kostspielige Fehler bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit von Firmen, Staaten und Finanzprodukten begangen hätten. Trotz dieser weithin konsensualen Wahrnehmung und der erheblichen Schwere ihrer Ratingfiaskos bestimmen Ratingagenturen aber weiter über den Zugang zu den Finanzmärkten und die Refinanzierungskosten von privaten und staatlichen Schuldnern mit. Investoren folgen nach wie vor dem von Ratingagenturen definierten Standard für Kreditwürdigkeit, und selbst mächtige Staaten zeigen sich weiter eifrig darauf bedacht, ihr Spitzenrating zu behalten. Der Status von Ratingagenturen als transnationale private Autoritäten erweist sich mithin als bemerkenswert »fiaskofest«. Dies liegt

1 Anne C. Cutler / Virginia Haufler / Tony Porter, »Private Authority and International Affairs« in: dies. (Hg.), *Private Authority and International Affairs*, New York 1999, S. 2-38; David Lake, »Rightful Rules: Authority, Order and the Foundations of Global Governance« in: *International Studies Quarterly* 54, Nr. 3 (2010), S. 587-613; Andreas Kruck, »Dynamiken privater Autorität und die Rolle des Staates. Eine neue Perspektive auf (De-)Privatisierungsprozesse« in: *Politische Vierteljahresschrift* 55, Nr. 4 (2014), S. 598-613; Andreas Nölke, »Transnational Private Authority and Corporate Governance« in: Stefan A. Schirm (Hg.), *New Rules for Global Markets. Public and Private Governance in the World Economy*, Basingstoke 2004, S. 155-175.

in erheblichem Maße daran, dass dieser autoritative Status als *Governance*-Akteure durch frühere staatliche Anerkennung, aber paradoxer Weise gerade auch nach Ratingfiaskos durch die (Re-)Regulierungsbestrebungen in den USA und in der EU institutionalisiert und festgeschrieben wurde.

Indem er der Fiskoresilienz der Ratingagenturen, deren historischer Genese und dem komplizierten und oft kontraproduktiven regulatorischen Umgang mit den schweren Fehlern von Ratingagenturen nachgeht, versucht dieser Beitrag zugleich aufzuzeigen, mit welchen bisher zu wenig genutzten (meta-)theoretischen Zugriffen Fiascos – und insbesondere der Umgang mit bereits eingetretenen Fiascos – erkenntnisbringend untersucht werden können. Die jüngere Geschichte des Umgangs von Regulierern und Marktakteuren mit Ratingfiaskos legt nahe, dass ontologische und epistemologische Grundsatzdebatten zwischen Positivisten und (radikaleren) Konstruktivistinnen über die Messung von objektiv gegebenen Fiascos bzw. die Interpretation von intersubjektiv konstruierten Fiascos den Blick auf wesentliche(re) Forschungsprobleme mitunter eher verstellen als schärfen. Denn weder die »objektive« Eindeutigkeit und Schwere eines Fehlers noch die intersubjektiv breit geteilte Wahrnehmung des Vorliegens sowie die klare diskursive Zuschreibung eines Fiascos führen automatisch zu drastischen Autoritätsverlusten für den »schuldigen« politischen Akteur. Um unterschiedliche Grade der Fiskoresilienz politischer Autoritäten zu verstehen, sollte sich die Fiskoforschung nicht (nur) den »Wesensmerkmalen« (z.B. der Schwere) oder der diskursiven »Konstruktion« von Fiascos, sondern stärker (auch) der Analyse institutioneller Dynamiken und regulatorischer Pfadabhängigkeiten als Determinanten von *Post*-Fiasco-Politiken widmen.

Konkret unterstreicht der pfadabhängige regulatorische Umgang mit Ratingfiaskos in den USA und in der EU den Mehrwert einer historisch-institutionalistischen Analyseperspektive,<sup>2</sup> die fokussiert, wie in der Vergangenheit liegende – aus heutiger Sicht fehlerhafte – Politikentscheidungen ein späteres Regulierungsdilemma beförderten, welche die Handlungsspielräume bei der lernbasierten Vermeidung von zukünftigen Fiascos *qua* (Re-)Regulierung einengen. Für den Umgang mit Fiascos kommt es daher aus dieser Sicht oft nicht primär, und schon gar nicht ausschließlich auf die Eindeutigkeit und Schwere eines »objektiven« Fehlers bzw. die »intersubjektive« Resonanz hegemonialer Konstruktionen von Fiascos und deren Urhebern an. Denn nicht-intendierte institutionelle Dynamiken und historische Pfadabhängigkeiten können die politischen Kapazitäten zum effektiven Handeln beim Management und der Prävention von Fiascos erheblich beschneiden, selbst wenn weithin geteilte Problem- bzw. Fehlerwahrnehmungen und Verantwortungszuweisungen vorliegen. Die intersubjektiv geteilte Wahrnehmung der Existenz und Schwere, mit anderen Worten: die überzeugende Konstruktion, eines Fiascos entfaltet dann nur sehr beschränkte politische Wirkung

2 James Mahoney, »Path Dependence in Historical Sociology« in: *Theory and Society* 29, Nr. 4 (2000), S. 507-548; Paul Pierson, »Increasing Returns, Path Dependence, and the Study of Politics« in: *The American Political Science Review* 94, Nr. 2 (2000), S. 251-267.

auf die Autorität der für das Fiasko verantwortlichen Akteure und die Ergreifung geeigneter Maßnahmen zur Vermeidung zukünftiger Fiaskos.

## 2. Kreditratingagenturen – (inter-)subjektiv wie »objektiv« fehlerhaft und doch weitgehend unangefochten

Das lange vorherrschende objektivistische Verständnis von (außenpolitischen) Fiaskos als faktische Gegebenheiten, die dann vorliegen, wenn bestimmte objektive Erfolgskriterien und/oder selbst gesteckte offizielle Zielvorgaben von den Politikentscheidern schuldhaft verfehlt werden und dadurch erheblicher gesellschaftlicher Schaden entsteht,<sup>3</sup> steht aus nachvollziehbaren Gründen in der Kritik konstruktivistischer, interpretativer Ansätze. Letztere betonen den inhärent umstrittenen Charakter von Fiaskos. Aus dieser Sicht ist eine Entscheidung oder eine andere politische Handlung ein Fiasko, wenn sie von einer großen Zahl und breiten Spanne insbesondere mächtiger Akteure als solches wahrgenommen wird, wenn also ein intersubjektiver Konsens über die Fehler- und Schuldhaftigkeit eines Verhaltens sowie dessen Folgeschwere existiert. Fiaskos sind aus dieser Sicht sozial, d.h. im politischen Diskurs, konstruierte und hochgradig politisierte Phänomene.<sup>4</sup> Daraus ergibt sich eine methodische, theoretische und empirische Neuorientierung der Erforschung von Fiaskos weg vom »Wesen« von Fiaskos und ihren Urhebern hin zur diskursiven »Konstruktion« von Fiaskos. Die entscheidende Frage wird dann: Wer schafft es welche politischen Handlungen als Fiaskos zu konstruieren, und auf welche Weise bzw. mit welchen Mitteln geschieht dies?

Die jüngere Geschichte von Ratingfiaskos und insbesondere des Umgangs von Regulierern und Marktakteuren mit denselben zeigt jedoch, dass einerseits objektivistische und interpretative Vorgehensweisen zum gleichen Ergebnis des Vorliegens eines Fiaskos kommen und die intersubjektive Wahrnehmung und Zuschreibung des Fiaskos weitestgehend konsensual sein können, das betreffende Fiasko andererseits aber nichtsdestotrotz keine schwerwiegenden Folgen für die Autorität des »schuldigen« Verursachers haben muss. Dies ist ein Rätsel sowohl für Ansätze, die auf Kriterien der »objektiven« Schwere eines Fehlers abzielen, als auch für solche, welche die Existenz eines »diskursiv konstruierten«, intersubjektiven Konsenses für entscheidend halten. Denn je schwerwiegender, eindeutiger und weniger umstritten ein Fiasko (wahrgenommen wird), desto heftiger sollten die Kritik am Verursacher und dessen Autoritätsverlust ausfallen.

In der Asienkrise (1997/1998) stuften die führenden Ratingagenturen die Bonitäten einiger asiatischer Staaten viel zu spät, dann jedoch in einem überzogenen Ausmaß her-

3 Pat Gray, »Disastrous Explanations – or Explanations of Disaster? A Reply to Patrick Dunleavy« in: *Public Policy and Administration* 11, Nr. 1 (1996), S. 76; Michael Howlett, »The Lessons of Failure. Learning and Blame Avoidance in Public Policy-Making« in: *International Political Science Review* 33, Nr. 5 (2012), S. 541-542; Allan McConnell, »Policy Success, Policy Failure and Grey Areas In-Between« in: *Journal of Public Policy* 30, Nr. 3 (2010), S. 349-351.

4 Vgl. den Beitrag von Kai Oppermann / Alexander Spencer in diesem Heft; Mark Bovens / Paul 't Hart, *Understanding Policy Fiascoes*, New Brunswick 1996, S. 4-11 und 15.

unter.<sup>5</sup> Im Rahmen der Insolvenz des US-Energieunternehmens Enron (2001) stellten die Ratingagenturen dem Unternehmen sogar noch einen Tag vor dessen Konkurs eine exzellente Kreditwürdigkeit aus. Ähnlich verhielt es sich bei den Insolvenzen von WorldCom (2002) und Parmalat (2003).<sup>6</sup> In der US-Hypothekenkrise (2007) unterschätzten die Ratingagenturen systematisch die Risiken von »toxischen« komplexen Finanzprodukten<sup>7</sup> und verliehen ihnen trotz schlechter zugrunde liegender Kreditwürdigkeit die Bonitätsnote AAA. Weltweit vertrauten Investoren auf die sehr guten Ratings und kauften die strukturierten Finanzprodukte.<sup>8</sup> Durch ihre Beurteilungen trugen Ratingagenturen sowohl zur Intensität als auch zur globalen Ausbreitung der Finanzkrise bei. Die Lehman Brothers-Bank versahen die großen Agenturen noch einen Monat vor ihrer Pleite übereinstimmend mit der sehr guten Bonitätsnote A. In der europäischen Finanz- und Schuldenkrise versäumten es die Ratingagenturen – ähnlich wie bei der Asienkrise – zunächst, die Krise vorherzusagen, ehe sie diese dann durch zu starke und schnelle Herabstufungen der Eurostaaten verschärfte.<sup>9</sup> In all diesen Fällen haben die Ratingagenturen klare (gesamt-)ökonomisch kostspielige Fehlbewertungen vorgenommen und das Kriterium und selbst gesteckte Ziel, verlässliche, d.h. faktisch zutreffende Aussagen über die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen zu machen, offenkundig verfehlt.

Diese Einordnung deckt sich mit der nahezu konsensualen Wahrnehmung eines breiten Spektrums von staatlichen Regulierern, Marktakteuren und -beobachtern, die ansonsten durchaus unterschiedliche Interessen und Identitäten aufweisen. Die Debatte in den USA drehte sich bald um die Frage, ob die »Korruptionsthese« für die Erklärung des Verhaltens der Ratingagenturen zutreffender sei als eine Interpretation, die in den Fehlern der Ratingagenturen »bloße« Inkompetenz erkannte. So vertrat etwa der US-Ökonom Paul Krugman die Position, dass »[c]learly the rating agencies skewed their assessments to please their clients«, und sein Kollege Joseph Stiglitz argumentierte, dass »[t]he incentive structure of the rating agencies also proved perverse. Agen-

- 5 Giovanni Ferri / Li-Gang Liu / Joseph F. Stiglitz, »The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis« in: *Economics Notes* 28, Nr. 3 (1999), S. 335-355.
- 6 Aline Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies*, Cheltenham 2013, S. 67; Herwig M. Langohr / Patricia T. Langohr, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings. What They Are, How They Work and Why They Are Relevant*, Chichester 2008, S. 439; John Ryan, The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation, SWP Working Paper FG 1, 2012/Nr. 01, Berlin 2012, S. 4 und 10.
- 7 Tony Porter, »Risk Models and Transnational Governance in the Global Financial Crisis. The Cases of Basel II and Credit Rating Agencies« in: Eric Helleiner / Stefano Pagliari / Hubert Zimmermann (Hg.), *Global Finance in Crisis. The Politics of International Regulatory Change*, London 2010, S. 69.
- 8 Markus Brunnermeier / Andrew Crocket / Charles Goodhart / Avinash D. Persaud / Hyun Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, Genf 2009, S. 54; Lucia Quaglia, »Financial Services Governance in the European Union after the Global Financial Crisis. Incremental Changes or Path-Breaking Reform?« in: Manuela Moschella / Eleni Tsingou (Hg.), *Great Expectations, Slow Transformations. Incremental Change in Post-Crisis Regulation*, Colchester 2013, S. 61.
- 9 Ryan, The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation, aaO. (FN 6), S. 5.

cies such as Moody's and Standard & Poor's are paid by the very people they are supposed to grade. As a result, they've had every reason to give companies high ratings, in a financial version of what college professors know as grade inflation.«<sup>10</sup>

Auch Akteure in der EU stimmten in diese Kritik ein. EU-Parlamentarier erklärten, dass die Ratingagenturen »in den Krisen der 1990er Jahren versagt [haben] und auch im Fall Enron zu Beginn dieses Jahrzehnts. (...) Sie haben falsche Analysen zu den Finanzprodukten geliefert, die auf US-Immobilienkrediten basierten und sie haben der Lehman-Brothers-Bank selbst dann noch gute Noten gegeben, als diese schon am Schwanken war.«<sup>11</sup> Die EU-Kommission vertrat 2009 den Standpunkt, dass die Ratingagenturen »in hohem Maße zu den derzeitigen Problemen auf den Finanzmärkten beigetragen [haben]. Sie haben das Risiko, dass die Emittenten bestimmter komplizierter Finanzinstrumente ihre Schulden nicht zurückzahlen können, klar unterschätzt.«<sup>12</sup> Und das Europäische Parlament erneuerte noch 2013 den Vorwurf, dass Ratingagenturen »[i]m Vorfeld der Finanzkrise Bestnoten für komplexe Finanzprodukte [vergaben], mit denen viele Investoren später erhebliche Verluste erlitten.«<sup>13</sup> Europäische Politiker wie Sven Giegold, der finanzpolitische Sprecher der Grünen-Fraktion im Europäischen Parlament, argumentierten mit Blick auf die Bewertung der Kreditwürdigkeit von Staaten: »Allein der Verdacht, dass die Ratingagenturen in der Finanzkrise in politisch sensiblen Momenten absichtlich Länder heruntergestuft haben, reicht aus, um ihrer Marktmacht ein Ende zu bereiten.«<sup>14</sup> Diese Kritik wurde auch von konservativen Politiker\*innen und der EU-Kommission geteilt. Der damalige Eurogruppenchef Jean-Claude Juncker verurteilte 2011 die Herabstufung von zahlreichen Mitgliedern der Eurozone 2011 als unzutreffend und »komplett exzessiv«: »Ich glaube, es wäre besser, wir würden die Ratings nicht so ernst nehmen.«<sup>15</sup>

Auffallend an diesen Beurteilungen von Ratings und Ratingagenturen ist zum einen, dass Betrachter mit ganz unterschiedlichen Eigenschaften, Interessen und Identitäten (z.B. Marktakteure, Ökonomen, Wissenschaftler, Parlamentarier, Vertreter der Exekutive, nationale und supranationale Behörden, Amerikaner und Europäer, etc.) zu sehr ähnlichen Bewertungen der Fehlerhaftigkeit von Ratings und Ratingagenturen kamen. Das heißt, die Hintergründe des beurteilenden Betrachters machten hier kaum einen Unterschied für die weitgehend übereinstimmende Wahrnehmung von Ratingfiaskos.

- 10 Jeweils zitiert in: Claire A. Hill, »Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform«, in: *Chapman Law Review* 15, Nr. 1 (2011), S. 137.
- 11 Jürgen Klute (EP-Mitglied, 2010), in: <http://www.europarl.europa.eu/news/de/news-room/content/20100607FCS75591/9/html/Die-Rating-Agenturen-spielen-eine-Rolle-die-ihnen-eigentlich-nicht-zusteht>; 23.8.2014.
- 12 EU-Kommission, in: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-09-629\\_de.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-629_de.htm?locale=en); 20.8.2014.
- 13 EP, in: <http://www.europarl.europa.eu/news/de/news-room/content/20120615STO46951/html/EU-Abgeordnete-stimmen-über-striktere-Regeln-für-Ratingagenturen-ab>; 23.8.2014.
- 14 Sven Giegold, in: <http://www.welt.de/finanzen/article13437301/Jetzt-kommen-die-Schulden-richter-an-den-Pranger.html>; 20.8.2014.
- 15 [http://www.t-online.de/nachrichten/ausland/eu/id\\_52074968/angela-merkel-und-nicolas-sarkozy-nehmen-ankuendigung-von-ratingagentur-gelassen.html](http://www.t-online.de/nachrichten/ausland/eu/id_52074968/angela-merkel-und-nicolas-sarkozy-nehmen-ankuendigung-von-ratingagentur-gelassen.html); 24.8.2014.

Ferner zeigt sich, dass es insbesondere (Finanz-)Krisen waren, die Ratingpraktiken und -entscheidungen jeweils im Nachhinein in die Aufmerksamkeit eines weiteren Kreises von kritischen Beobachter\*innen rücken und als schuldhaft fehlerbelastet erscheinen ließen. Und zweifelsohne trug die Kostspieligkeit der Weltfinanz- und europäischen Schuldenkrise dazu bei, dass die auch von Ratingagenturen kaum zu bestreitenden Fehlbewertungen und problematischen Geschäftspraktiken als besonders gravierend und kritikwürdig angesehen wurden. Ratingfiaskos sind ein wesentlicher Bestandteil der mittlerweile auch institutionell und regulatorisch kodifizierten dominanten Narrative über die Finanzkrise und ihre Ursachen. Eine – zukünftige – Umdeutung der Leistung von Ratingagenturen in der Zeit vor der Finanzkrise als (teilweise) erfolgreich erscheint auch deshalb schwer vorstellbar.

Umso bemerkenswerter ist, dass sich der Status von Ratingagenturen als transnationale private Autoritäten auch nach den Ratingfiaskos im Kontext der Weltfinanzkrise und ihrer breiten, aktorsgruppenübergreifenden Wahrnehmung als außerordentlich robust erwiesen hat. Zwar werden einzelne Ratingsentscheidungen von Betroffenen und anderen Marktakteuren als unzutreffend oder fehlerhaft kritisiert, die grundsätzliche Position von Ratingagenturen als autoritative Richter über die Kreditwürdigkeit von Banken, Unternehmen und Staaten wird in der Praxis von Investoren und Schuldner\*innen jedoch kaum herausgefordert. Ungeachtet ihrer Verärgerung erklären Politiker\*innen, Bürokrat\*innen, Finanzfachleute und Journalist\*innen immer wieder, dass eine Welt ohne Ratingagenturen »nicht vorstellbar« sei und dass diverse Marktakteure auch künftig von Ratingagenturen »abhängig« seien.<sup>16</sup> Statt Ratingagenturen für ihre Fehlbewertungen in den genannten Krisen durch Nichtbeachtung abzustrafen, vertrauen Investoren ihnen weiter bei ihren Investitionsentscheidungen. Banken und Händler argumentieren selbst, dass sie sich zur Nutzung der bzw. zur Bewertung durch die mächtigsten Ratingagenturen gezwungen sehen: »You basically have to go to Moody's and S&P (...) The market doesn't accept it if you don't go to both of them.«<sup>17</sup> Dementsprechend sind die Marktanteile und die Profitabilität der führenden Ratingagenturen nach den Weltfinanzkrisenjahre seit 2010 wieder deutlich angestiegen.<sup>18</sup> Abwertungen der Ratingnoten für bestimmte Staatsanleihen führten (wenn auch nicht gleichförmig) zu steigenden Zinsen für diese Anleihen. In ähnlicher Weise zogen Abwertungen von Finanzinstitutionen einen Zinsanstieg, einen Einbruch ihrer Aktienwerte und in extremen Fällen praktisch einen Ausschluss aus der Kreditvergabe zwischen Banken nach sich.

16 Vgl. entsprechende Aussagen in: Reuters, »Germany's Ruling Conservatives Want Rating Agency Regulation« in: *Financial Express Online*, vom 23.8.2007, <http://www.financialexpress.com/news/Germans-ruling-conservatives-want-rating-agency-regulation/212176/>; 27.1.2009.

17 US-Händlerin Dessa Bokides, zitiert in: Hill, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, aaO. (FN 10), S. 140.

18 Hill, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, aaO. (FN 10), S. 143-144.

### 3. Private und öffentliche Quellen der Autorität von Ratingagenturen

Woher kommt diese – bemerkenswert »fiaskoresiliente« – Autorität von Ratingagenturen? Zum einen beruhen die Nutzung und die Einhaltung des von den Ratingagenturen definierten Kreditwürdigkeitsstandards auf deren Expertenstatus und der damit einhergehenden Legitimität in den Augen anderer Finanzmarktakteure.<sup>19</sup> Die von den Ratingagenturen vergebene Note ist zudem von entscheidender Bedeutung für die (Re-)Finanzierungsbedingungen von Schuldern und ihren Zugang zu (neuem) Kapital.<sup>20</sup> Daraus erwächst eine erste, genuin private Komponente der Autorität von Ratingagenturen: ihre epistemische Autorität<sup>21</sup> sowie die damit verknüpfte strukturelle Macht, als »Türsteher« über den Zugang zu den globalen Finanzmärkten (mit) zu entscheiden.

Es gibt aber noch eine zweite wesentliche Autoritätsquelle: eine durch öffentliche Akteure betriebene regulierungsbasierte Ermächtigung, genauer die Inkorporierung von Ratings in die (zwischen-)staatliche Finanzmarktregulierung zum Zweck der Schaffung flexibler, risikosensibler Investitionsbeschränkungen, Offenlegungspflichten und Eigenkapitalanforderungen.<sup>22</sup> Statt die dafür erforderlichen (Kredit-)Risikobewertungen selbst vorzunehmen, delegierten staatliche Regulierungsinstanzen diese Aufgabe implizit an Ratingagenturen, indem sie deren Ratings für Regulierungszwecke heranzogen. So durften etwa Pensionsfonds ausschließlich in Wertpapiere mit niedrigem Kreditrisiko, d.h. in von Ratingagenturen mit einer »Investitionsnote« (BBB- oder besser) bewertete Papiere, investieren. Auch die Eigenkapitalanforderungen für Banken und institutionelle Investoren wurden an deren per Rating gemessene Belastung mit Kreditrisiken angepasst.

Die Praxis der Nutzung von Ratings in der Finanzmarktregulierung stammt aus den USA, wo sie bereits in den New Deal-Reformen der 1930er Jahren ihren Anfang nahm.<sup>23</sup> Im größeren Umfang traten dort ratinggestützte Finanzmarktregeln ab den 1970er Jahren auf. Im Jahr 1975 schuf die Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (SEC) die Kategorie der »national anerkannten statistischen Ratingorganisationen«

19 Nölke, Transnational Private Authority and Corporate Governance, aaO. (FN 1), S. 163-164.

20 Dieter Kerwer, »Governing Financial Markets by International Standards« in: Mathias Koenig-Archibugi / Michael Zürn (Hg.), *New Modes of Governance. Exploring Publicness, Delegation and Inclusiveness*, Basingstoke 2006, S. 91.

21 Christopher J. Bruner / Rawi Abdelal, »To Judge Leviathan. Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy« in: *Journal of Public Policy* 25, Nr. 2 (2005), S. 191; Porter, Risk Models and Transnational Governance in the Global Financial Crisis, aaO. (FN 7), S. 59.

22 Bruner / Abdelal, To Judge Leviathan, aaO. (FN 21), S. 192-193; Kerwer, Governing Financial Markets by International Standards, aaO. (FN 20), S. 95; Andreas Nölke / James Perry, »Coordination Service Firms and the Erosion of Rhenish Capitalism« in Henk Overbeek / Bastian van Apeldoorn / Andreas Nölke (Hg.), *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*, London 2007, S. 124.

23 Timothy J. Sinclair, *The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca 2005, S. 42-46.

(NRSRO), deren Ratings für Regulierungszwecke herangezogen werden konnten.<sup>24</sup> In den folgenden Jahrzehnten bis zur Weltfinanzkrise nutzten US-Banken-, Versicherungs- und Wertpapierregulierer private Kreditratings für eine große Zahl unterschiedlicher Regulierungsinstrumente.<sup>25</sup> In den 1990er und 2000er Jahren entwickelte sich dann zunehmend ein globaler Trend der Nutzung von Ratings für Regulierungszwecke. Die im Jahr 2006 verabschiedete europäische Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen überführte die wesentlichen Elemente der 2004 vereinbarten internationalen Basel II-Standards zur Bankenaufsicht in verbindliches EU-Recht.<sup>26</sup> Dadurch wurde die Nutzung externer Kreditratings als eine Möglichkeit zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen für Banken in EU-Staaten festgeschrieben. Zwar konnten die Banken von diesem »Standardansatz« abweichen und stattdessen bankinterne Risikobewertungen zur Berechnung ihrer Eigenkapitalanforderungen nutzen.<sup>27</sup> Nichtsdestotrotz wurde den Ratingagenturen durch Basel II und die europäische Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen eine (über-)staatlich abgesegnete Regulierungsrolle in der europäischen Finanzmarktaufsicht eingeräumt.

Dadurch dass Kreditratings für Regulierungszwecke genutzt wurden, wurde der private Kreditwürdigkeitsstandard der Ratingagenturen durch eine öffentliche dritte Partei verbindlich gemacht.<sup>28</sup> Ratings »[were] given the force of law«,<sup>29</sup> und Regulierungsautorität wurde an private Ratingagenturen delegiert. Zugleich stärkte diese staatliche Anerkennung einer autoritativen Rolle für private Ratingagenturen ihre (genuin) privaten Autoritätsquellen und ihre Stellung als Türsteher der internationalen Finanzmärkte. Denn die Indienstnahme für Regulierungszwecke machte Ratings folgenreicher und wertvoller, verschaffte dem Geschäft der Ratingagenturen einen lukrativen (Zusatz-)Schub und verstärkte unter Marktakteuren die Wahrnehmung der Expertenautorität, Verlässlichkeit und Legitimität von Ratingagenturen.<sup>30</sup>

In Verbindung mit geringer staatlicher Regulierung und Aufsicht von Ratingagenturen wirkte die – vor allem in den letzten zwei bis drei Jahrzehnten bis zur Weltfinanzkrise betriebene – öffentliche Ermächtigung privater Ratingagenturen als eine wichtige treibende Kraft für die oftmals beklagte exzessive Macht von Ratingagenturen. Diese

24 Lawrence J. White, »Markets: The Credit Rating Agencies« in: *Journal of Economic Perspectives* 24, Nr. 2 (2010), S. 214.

25 Andreas Kruck, *Private Ratings, Public Regulations. Credit Rating Agencies and Global Financial Governance*, Basingstoke 2011, S. 34-41; Sinclair, *The New Masters of Capital*, aaO. (FN 23), S. 42-44.

26 Kruck, *Private Ratings, Public Regulations*, aaO. (FN 25), S. 49-60; Langohr / Langohr, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, aaO. (FN 6), S. 431 und 435-437.

27 Nölke / Perry, *Coordination Service Firms and the Erosion of Rhenish Capitalism*, aaO. (FN 22), S. 130.

28 Dieter Kerwer, »Standardising as Governance. The Case of Credit Rating Agencies« in: Adrienne Héritier (Hg.), *Common Goods. Reinventing European and International Governance*, Lanham 2002, S. 293-316.

29 Bruner / Abdelal, *To Judge Leviathan*, aaO. (FN 21), S. 191.

30 Bruner / Abdelal, *To Judge Leviathan*, aaO. (FN 21), S. 193; Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies*, aaO. (FN 6), S. 45; Langohr / Langohr, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, aaO. (FN 6), S. 439.

in der Vergangenheit liegende – aus heutiger Sicht fehlerhafte – Politikentscheidung beschränkt im Zuge regulatorischer Pfadabhängigkeiten heutige Handlungsspielräume im Umgang mit Ratingfiaskos und stellt staatliche Aufsichtsbehörden vor ein (Re-)Regulierungsdilemma. Im Ergebnis lassen sich die Ermächtigung privater Ratingagenturen und insbesondere ihre Wirkungen nur sehr bedingt durch (Re-)Regulierung wieder rückgängig machen (Kruck 2014).<sup>31</sup>

#### 4. Komplikationen bei der Entmachtung von Ratingagenturen und das Dilemma pfadabhängiger Re-Regulierung

Öffentliche Regulierungsbehörden in den USA und in der EU sehen sich angesichts wiederholter Ratingfiaskos und steigenden politischen Drucks mittlerweile gefordert, die Macht der Ratingagenturen einzuschränken und regulatorische Vorkehrungen gegen zukünftige Ratingfiaskos zu treffen. Zu diesem Zweck verfolgten sie – wenn auch in unterschiedlicher Intensität – bisher zwei grundsätzliche Strategien: zum einen eine Verringerung der Zentralität von Ratings im Finanzsystem durch einen Verzicht auf ratinggestützte Regulierungsansätze, zum anderen eine restriktivere Regulierung und Aufsicht von Ratingagenturen.<sup>32</sup>

In den USA forderte insbesondere das 2010 verabschiedete Dodd-Frank Wall Street Reform- und Verbraucherschutzgesetz (»Dodd-Frank Act«) ein Ende der Nutzung von Ratingagenturen für Regulierungszwecke. Es strich sogleich alle bundesgesetzlich verankerten Bezugnahmen auf Kreditratings.<sup>33</sup> Zudem wurden für den weit häufigeren Fall, dass Ratings nicht per Bundesgesetz, sondern durch exekutive Regeln der verschiedenen Finanzmarktaufsichtsbehörden genutzt wurden, letztere aufgefordert, innerhalb eines Jahres zu überprüfen, wie und in welchem Umfang die bestehenden Regelwerke Kreditratings heranziehen, um sodann diese Nutzung von Ratings zu beenden und durch andere geeignete Kriterien zu ersetzen.<sup>34</sup>

Diese Aufforderung sollte sich als schwierig umzusetzen erweisen.<sup>35</sup> Zwar entfernte die Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (SEC) Bezugnahmen auf Kreditratings in vier Bündeln von Regeländerungen (2011, 2013) und ersetzte sie durch eine Ausweitung der Rolle interner Ratingverfahren.<sup>36</sup> Doch bis einschließlich 2015 wurde nur eine Minderheit der ratingbezogenen Vorgaben des Dodd-Frank Act durch die zuständigen

31 Vgl. auch Andreas Kruck, »Dynamiken privater Autorität und die Rolle des Staates. Eine neue Perspektive auf (De-)Privatisierungsprozesse« in: *Politische Vierteljahresschrift* 55, Nr. 4 (2014), S. 598–613.

32 White, Markets: The Credit Rating Agencies, aaO. (FN 24), S. 212.

33 Dodd Frank Act, Abschnitt 939(a-f).

34 Vgl. Dodd Frank Act, Abschnitt 939A; European Commission, *Memo: New Rules on Credit Rating Agencies (CRAs) Enter into Force*, Brüssel 2013; Securities and Exchange Commission, *Credit Rating Agencies*, <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>, Washington DC, 17.2.2014.

35 Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies*, aaO. (FN 6), S. 61–62.

36 Securities and Exchange Commission, *Credit Rating Agencies*, aaO. (FN 34).

Regulierungsbehörden umgesetzt.<sup>37</sup> Letztere hatten erhebliche Probleme, Kreditratings durch andere geeignete, schnell einsetzbare und zugleich kostengünstige Alternative zu ersetzen.<sup>38</sup> So warnte zum Beispiel die US-Notenbank FED, dass »section 939A [des Dodd-Frank Act] could reduce the risk sensitivity of bank risk-based capital ratios if risk weights become more uniform by asset class because workable alternatives cannot be found or are too costly«. <sup>39</sup> Alternative Standards sollten »market participants' views rather than only the supervisor's view of creditworthiness« widerspiegeln, denn »[s]upervisors generally do not have the resources independently to rate the creditworthiness of individual assets on a regular basis across hundreds of regulated institutions«. <sup>40</sup> Die Möglichkeit, dass staatliche Aufsichtsbehörden selbst Kreditrisikobewertungen übernehmen, wurde nicht als ernst zu nehmende und praktikable Option diskutiert. <sup>41</sup>

In der EU sah die neue Version der europäischen Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen (2011), die die 2010 verabschiedeten Basel III-Standards in EU-Recht umsetzte, nach wie vor eine (begrenzte) Nutzung von Kreditratings bei der Berechnung von risikogewichteten Mindesteigenkapitalanforderungen und Mindestliquiditätsquoten vor. Zugleich sollen Banken ihre Investitionsentscheidungen aber nie nur auf externe Ratings, sondern auch auf ihre eigene interne Risikobewertung stützen. <sup>42</sup> Die europäische Verordnung über Kreditratingagenturen (2013) forderte, dass die europäischen Aufsichtsbehörden überall dort externe Ratings aus bestehenden Regeln entfernen, wo sie potentiell »mechanistische« Effekte verursachen könnten.

Zugleich betonte die EU-Verordnung von 2013 aber ganz deutlich, dass die EU-Regulierungsbehörden nicht vorhaben, die Nutzung von Kreditratings für Regulierungszwecke überstürzt zu beenden. Vielmehr gelte, dass »the EU is working towards reviewing, at a first stage, whether any references to credit ratings in Union law trigger or have the potential to trigger sole or mechanistic reliance on such credit ratings and, at a second stage, all references to credit ratings for regulatory purposes *with a view to deleting them by 2020, provided that appropriate alternatives to credit risk assessment are identified and implemented*« (Präambel 6; meine Hervorhebung). Da Ratingagenturen wichtige Akteure auf den Finanzmärkten seien, dürfe ein Rückbau der Nutzung von Ratings zu Regulierungszwecken nicht zu rechtlicher Unsicherheit führen: »It

37 European Commission, Memo: New Rules on Credit Rating Agencies (CRAs) Enter into Force, aaO. (FN 34); Securities and Exchange Commission, Credit Rating Agencies, aaO. (FN 34).

38 Darbellay, Regulating Credit Rating Agencies, aaO. (FN 6), S. 86.

39 Federal Reserve Board, *Report to the Congress on Credit Ratings*, Washington DC, 2011.

40 Ebd., S. 4.

41 Claire A. Hill, »Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?« in: *University of Pittsburgh Law Review* 71, Nr. 3 (2010), S. 607-608.

42 Darbellay, Regulating Credit Rating Agencies, aaO. (FN 6), S. 46-48; European Commission, Memo: New Rules on Credit Rating Agencies (CRAs) Enter into Force, aaO. (FN 34); Roman Goldbach / Dieter Kerwer, »New Capital Rules? Reforming Basel Banking Standards after the Financial Crisis« in: Renate Mayntz (Hg.), *Crisis and Control: Institutional Change in Financial Market Regulation*, Frankfurt a.M., S. 256-257.

would not be appropriate to remove all references to external ratings without considering alternative credit risk measures«. <sup>43</sup> Der EU blieb nicht verborgen, wie schwer sich die US-Regulierungsbehörden bei der Umsetzung der ambitionierten Dodd-Frank-Act-Vorgaben taten. Eine staatlich (mit-)gegründete und (mit-)finanzierte europäische Ratingagentur wird auch in der EU aus finanziellen, operativ-funktionalen und rechtlichen Gründen nicht (mehr) als gangbare Alternative angesehen. <sup>44</sup>

Im Zuge der zunehmenden auch regulatorischen Nutzung von Ratingagenturen haben Staaten und private Marktakteure in den USA, aber auch in der EU den Aufbau und die Aufrechterhaltung geeigneter eigener Fähigkeiten zur (zügigen) Ersetzung der Funktionen von Ratingagenturen vernachlässigt, und die relativen Kosten eines schnellen und radikalen Rückbaus der Nutzung von Ratings sind im Zuge eines pfadabhängigen *increasing returns*-Prozesses gestiegen. Doch selbst wenn man geneigt ist, diese Schwierigkeiten als Übergangsprobleme aufzufassen, bleiben weitere Komplikationen bei der Entmachtung von Ratingagenturen durch den Entzug vormals delegierter Autorität bestehen. Der formale Entzug delegierter Regulierungsautorität *qua* Beendigung der Nutzung von Ratings für Regulierungszwecke hätte nur mehr begrenzte Auswirkungen auf die *de facto* Autorität von Ratingagenturen. *Zum einen* verfüg(t)en die Ratingagenturen immer – auch nach schweren Fehlschlägen – über ihre eigenen, nicht staatlich beliehenen bzw. abgeleiteten Einnahme- und Autoritätsquellen. Der Hebel, den staatliche Regulierungsbehörden mit der Streichung von Ratings aus Finanzmarktregeln besitzen, ist daher nur begrenzt wirksam. *Zum zweiten* halten sich die (Nach-)Wirkungen öffentlicher Ermächtigung hartnäckig. Nachdem sie ursprünglich eine öffentliche *Governance*-Funktion für private Ratingagenturen absegneten und beförderten, fällt es öffentlichen Regulierungsbehörden nun schwer, durch formalen Entzug von delegierter Regulierungsautorität eine gegenläufige Wirkung zu erzielen.

Denn die Ratingagenturen haben in der Zwischenzeit ihre regulierungsbedingten Privilegien genutzt, um ihre staatsunabhängige Macht als autoritative Experten und oligopolistische Türsteher für die globalen Finanzmärkte zu konsolidieren. Die Nutzung von Ratings ist zu einer normalisierten Verhaltensregelmäßigkeit zahlreicher Finanzmarktakteure geworden: »[O]ver the past decades behavioral reliance has added to regulatory reliance«. <sup>45</sup> Mit Hilfe des historischen Institutionalismus, <sup>46</sup> insbesondere mit den Konzepten der Pfadabhängigkeit, des positiven (materiellen und immateriellen) Feedback und der *increasing returns*, wird somit nachvollziehbar, wie sich selbst verstärkende ideelle Normalisierungs- und Legitimierungsmechanismen neben den

43 European Commission, Memo: New Rules on Credit Rating Agencies (CRAs) Enter into Force, aaO. (FN 34), S. 11.

44 Ebd. S. 9.

45 Darbellay, Regulating Credit Rating Agencies, aaO. (FN 6), S. 86; vgl. auch Frank Partnoy, Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis, in: *San Diego Legal Studies* No. 09-015 (2009), S. 10.

46 Mahoney, Path Dependence in Historical Sociology, aaO. (FN 2); Pierson, Increasing Returns, Path Dependence, and the Study of Politics, aaO. (FN 2).

über Zeit dynamisch zunehmenden materiellen Ressourcenabhängigkeiten sowie den steigenden relativen Kosten der Findung von Alternativen zu Ratingagenturen zu pfadabhängigen Dynamiken privater Autorität beitragen. Einmal etabliert, lässt sich diese Autorität nicht einfach durch den Entzug formaler Regulierungskompetenzen manipulieren. Die Fähigkeiten staatlicher Regulierungsbehörden, die Fiaskos privater *Governance*-Akteure zu korrigieren und durch eine Beschränkung ihrer Macht in Zukunft zu verhindern, nehmen im Zuge pfadabhängiger Privatisierungs- und Regulierungsprozesse tendenziell ab.<sup>47</sup>

Auch deshalb reagierten staatliche Aufsichtsbehörden auf die kostspieligen und politisierten Ratingfiaskos mit einer relativ weitreichenden Regulierung von Ratingagenturen. Der Dodd-Frank-Act von 2010 begründete ein verpflichtendes, von der SEC geführtes Registrierungssystem.<sup>48</sup> In den USA tätige Ratingagenturen müssen nicht nur regelmäßig vor dem SEC Office of Credit Ratings Bericht erstatten. Das Office kann auch die Registrierung verweigern bzw. ganz oder teilweise (für bestimmte Wertpapierklassen) zurückziehen; es kann bei schweren Regelbrüchen zudem Bußgelder verhängen.<sup>49</sup> Inhaltlich verlangte der Dodd-Frank-Act agenturinterne Vorkehrungen gegen Interessenskonflikte, eine ausführliche Veröffentlichung der angewandten Ratingmethoden, -daten und -annahmen sowie eine Veröffentlichung von Werten zur statistischen Genauigkeit von Kreditratings. Die SEC wurde erstmals damit beauftragt, staatliche Regeln für adäquate Ratingverfahren und -methoden zu entwickeln und standardisierte Anforderungen an die Qualifikation der Ratinganalysten zu definieren. »[R]egulators now have a role to play with respect to who is hired by CRAs and whether analysts have sufficient skills«.<sup>50</sup> Hinzu kam eine stärkere Verantwortlichkeit und zivilrechtliche Haftbarkeit von Ratingagenturen.<sup>51</sup> Die Einführung eines Haftungsregimes für Ratingagenturen brach mit der jahrzehntealten Sonderrolle für Ratingagenturen, die erfolgreich für sich in Anspruch nahmen, lediglich ihr verfassungsmäßiges Recht auf freie Meinungsäußerung wahrzunehmen.<sup>52</sup>

In insgesamt drei Verordnungen über Kreditratingagenturen (2009, 2011, 2013) legte die EU relativ strikte Regeln fest.<sup>53</sup> Sie sehen vor, dass sich alle Ratingagenturen, deren Ratings in der EU verwendet werden (sollen), registrieren lassen müssen.<sup>54</sup> Zu diesem Zweck wurde ein zentralisiertes europäisches Registrierungs- und Aufsichtssystem ge-

47 Vgl. ausführlicher dazu Kruck, Dynamiken privater Autorität und die Rolle des Staates, aaO. (FN 31), S. 606-608.

48 Takashi Kubota, »Regulation of Rating Agencies. Current and Future« in: Mario Giovanoli / Diego Devos (Hg.), *International Monetary and Financial Law. The Global Crisis*, Oxford 2010, S. 253.

49 Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies*, aaO. (FN 6), S. 70.

50 Ebd., S. 71.

51 Hill, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, aaO. (FN 10), S. 144.

52 Kubota, *Regulation of Rating Agencies*, aaO. (FN 48), S. 257.

53 Vgl. ausführlich dazu Andreas Kruck, »Resilient Blunderers: Credit Rating Fiascos and Rating Agencies' Institutionalized Status as Private Authorities« in: *Journal of European Public Policy* 23, No. 5 (2016), S. 753-770.

54 Ebd., S. 253-254; White, *Markets: The Credit Rating Agencies*, aaO. (FN 24), S. 223.

schaffen.<sup>55</sup> Die neu eingerichtete Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) kann zudem Informationen anfordern, Untersuchungen veranlassen, und sogar Vorort-Kontrollen vornehmen. Zu den regulativen Auflagen der EU für Ratingagenturen zählen interne Rotationsverfahren, Offenlegungspflichten hinsichtlich der Risikomodelle, Ratingmethoden und grundlegenden Annahmen, ein Verbot von Beratungstätigkeiten für Firmen, über die ein Rating erstellt wird, und die Veröffentlichung von Transparenzberichten, die Großkunden der Agenturen auflisten und erläutern, wie die Qualität der Ratings durch permanente Qualitätssicherungsverfahren gewährleistet wird.<sup>56</sup> Die angewandten Ratingmethoden müssen »exakt« und »systematisch« sein, wobei ESMA die Aufgabe zukommt, diese Anforderungen zu operationalisieren und durchzusetzen. Vorschriften über Länderratings legen fest, wann, wie oft und mit welchen zwingenden Erläuterungen Länderratings angefertigt werden können. Schließlich führte auch die EU ein zivilrechtliches Haftungsregime für vorsätzliche oder grob fahrlässige, einen Investor schädigende Verstöße gegen die EU-Verordnungen ein.<sup>57</sup>

Trotz dieser durchaus ambitionierten Regulierungsansätze in den USA und der EU sind Zweifel an deren Effektivität (im Sinne einer wirksamen Kontrolle des Verhaltens von Ratingagenturen, die die Integrität und Verlässlichkeit von Ratings sicherstellt) angebracht. Zum einen gehen weder der Dodd-Frank-Act noch die EU-Verordnungen den Kern des Interessenkonflikts an, in dem sich Ratingagenturen befinden.<sup>58</sup> Dies hätte erfordert, die enge Geschäftsverbindung zwischen Ratingagenturen und bewerteten Akteuren, die für eben dieses Rating bezahlen, zu trennen und Anreize oder sogar Vorgaben für die Einführung eines neuen Geschäftsmodells zu schaffen. Es ist auch zweifelhaft, ob die SEC oder ESMA besser in der Lage sind, Fehleinschätzungen von Ratingagenturen (frühzeitig) zu entdecken als eigennützige Investoren.

Noch bedeutender ist jedoch, dass staatliche Regulierer bei ihrem Umgang mit Ratingfiaskos in einem Regulierungsdilemma stecken: Die kaum zu ignorierende heutige Stellung von Ratingagenturen in der globalen Finanzmarktarchitektur als systemisch bedeutsame Standardsetzer und *Gatekeepers* lässt in den Augen von staatlichen Regulierungs- und Aufsichtsbehörden und breiteren Öffentlichkeiten eine striktere nationale und/oder internationale Regulierung und Überwachung von Ratingagenturen nach dem Fiasko der Weltfinanzkrise mittel- und kurzfristig geradezu imperativ erscheinen. Doch es gibt gute Gründe anzunehmen, dass ein Befolgen eben dieses (Re-)Regulierungsimpulses das längerfristige Ziel konterkariert, die zentrale *Governance*-Rolle der

55 Quaglia, *Financial Services Governance in the European Union after the Global Financial Crisis*, aaO. (FN 8), S. 62.

56 European Commission, *Memo: New Rules on Credit Rating Agencies (CRAs) Enter into Force*, aaO. (FN 34), S. 2.

57 Ebd., S. 10; Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies*, aaO. (FN 6), S. 79-84.

58 Hill, »Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?« aaO. (FN 41), S. 593-595; Hill, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, aaO. (FN 10), S. 145-146.

Ratingagenturen zu reduzieren, den Wettbewerb unter den Agenturen zu steigern und einem übermäßigen (Markt-)Vertrauen in ihre Ratings entgegen zu wirken.<sup>59</sup>

Statt sie auf das Maß reiner Verbreiter von Meinungsäußerungen oder bloßer Informationsdienstleister herunterzustufen, werden Ratingagenturen durch formale öffentliche (Re-)Regulierung und Aufsicht *de facto* als fehlbare, aber unverzichtbare Wächter der Finanzmärkte konstruiert, die (nur) richtig reguliert und kontrolliert werden müssen, um ihrerseits eine systemische Aufsichtsfunktion auf den Finanzmärkten zu erfüllen.<sup>60</sup> Die Qualität von Ratings ist aus dieser Sicht eine Frage der richtigen, ausreichend strengen Regulierung. Das Ziel, Ratings unwichtig(er) zu machen, wird durch das regulatorische Versprechen einer staatlich überwachten Qualitätssicherung und der damit einhergehenden (Re-)Legitimierung und Vertrauensstiftung unterlaufen.<sup>61</sup> Dadurch dass Ratingagenturen immer noch stärker in das Finanzmarktaufsichtssystem eingeschrieben und wieder vertrauens- und glaubwürdig gemacht werden, wird das Kernproblem des übermäßigen Vertrauens in Ratings nur verschärft,<sup>62</sup> ohne dass die erweiterte Regulierung und Überwachung geeignet erscheint, negative Effekte von Ratings wie ihre Prozyklizität und eine systematische relative Vernachlässigung nicht kalkulierbarer und nicht modellierbarer Unsicherheiten sowie die daraus folgenden Ratingfiaskos zu vermeiden. Darüber hinaus schaffen die neuen Regulierungen zusätzliche Markteintrittshürden, die vor allem neue Agenturen treffen, und schaden somit dem Wettbewerb auf dem Ratingmarkt.<sup>63</sup> Im Ergebnis führen verschärfte Regulierung und Aufsicht zu dem unerwünschten Effekt, insbesondere »die großen Drei« Moody's, S&P's und Fitch im Zentrum der Finanzmarktarchitektur weiter zu ermächtigen und zu legitimieren, statt zu ihrem Bedeutungsverlust beizutragen.

Die in den vergangenen Jahren zu beobachtende Post-Fiasko-Reregulierung von Ratingagenturen, ist somit kaum geeignet, zukünftige Ratingfiaskos längerfristig und nachhaltig zu verhindern, auch wenn oder gerade weil sie – wohlwollend betrachtet – zu einer kurzfristig verbesserten regulatorischen Kontrolle von Ratingagenturen führen mag. Dennoch unterscheidet sich diese regulatorische Reaktion auf Ratingfiaskos von den »schuldhaften« Ratingfiaskos der privaten Agenturen, aber auch von der früheren fehlerhaften Politikentscheidung staatlicher Aufsichtsorgane, Ratingagenturen eine autoritative Funktion in der Finanzmarkt-Governance zuzusprechen. Während die Ratingfiaskos und die regulatorische Ermächtigung echte Fiaskos, da mitnichten »alternativlos« waren (Ratingagenturen und Aufsichtsorganen standen jeweils beträchtliche Handlungsspielräume zur Vermeidung oder zumindest signifikanten Be-

59 Vgl. Kruck, Resilient Blunderers, aaO. (FN 53).

60 Brunnermeier et al., The Fundamental Principles of Financial Regulation, aaO. (FN 8), S. 54.

61 Bartholomew Paudyn, »Credit Rating Agencies and the Sovereign Debt Crisis. Performing the Politics of Creditworthiness through Risk and Uncertainty«, in: *Review of International Political Economy* 20, Nr. 4 (2013), S. 806-807.

62 Darbellay, Regulating Credit Rating Agencies, aaO. (FN 6), S. 86-87.

63 Hill, »Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?« aaO. (FN 41), S. 593-595; Hill, Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform, aaO. (FN 10); White, Markets: The Credit Rating Agencies, aaO. (FN 24), S. 224.

grenzung der besagten Fehler durch die Wahl anderer Handlungsoptionen offen),<sup>64</sup> ist der jüngere regulatorische Umgang mit Ratingfiaskos von einem durch staatliche Regulierer nur schwer aufzulösenden Dilemma geprägt. Die Schwierigkeit und mangelnde Effektivität eines bloßen Entzugs delegierter Autorität von Ratingagenturen, d.h. einer Entmachtung *qua* staatlichen Verzicht auf ratinggestützte Finanzmarktregulierung, sowie die breite finanzwirtschaftliche Nutzung und Akzeptanz von privaten Kreditratings, die freilich ihrerseits in erheblichem Maße auf frühere staatliche Ermächtigungsentscheidungen zurückgehen, lassen es im Lichte der Weltfinanz- und der europäischen Schuldenkrise kurz- und mittelfristig durchaus plausibel, politisch praktisch zwingend und evtl. sogar erfolgversprechend erscheinen, auf Ratingfiaskos mit strengerer Regulierung zu antworten – so kontraproduktiv dies im Ergebnis und insbesondere längerfristig gesehen sein mag.

### 5. Fazit: Lehren für die Fiskoforschung

Das Beispiel der Ratingagenturen unterstreicht somit den Mehrwert einer (historisch-)institutionalistischen Analyseperspektive, die nachzeichnet, wie aus heutiger Sicht fehlerhafte historische Politikentscheidungen, institutionelle Kontexte und deren Entwicklung über Zeit die Handlungsspielräume bei der Fiskobewältigung und der Vermeidung von zukünftigen Fiskos einengen. Nicht-intendierte institutionelle Dynamiken und regulatorische Pfadabhängigkeiten können die Kapazitäten zum effektiven Handeln auf der Basis selbst weithin geteilter Problem- bzw. Fehlerwahrnehmungen und Verantwortungszuschreibungen erheblich beschränken.

Für die politikwissenschaftliche Analyse von Fiskos – und deren Management und Prävention – gilt es daher, mit geeigneten konzeptuellen und theoretischen Mitteln solche nicht-intendierten Dynamiken und Pfadabhängigkeiten in den Blick zu nehmen. Schlüsselkonzepte und -thesen des historischen Institutionalismus, wie jene der Pfadabhängigkeit, der *increasing returns* und der selbstverstärkenden ideellen Normalisierung und Legitimierung institutionalisierter Praktiken, können dazu beitragen zu erklären, wann und warum politische Autoritäten fiskoresilient sind.<sup>65</sup> Ihnen sollte daher auch von der politikwissenschaftlichen Fiskoforschung größeres Augenmerk geschenkt werden, nicht zuletzt weil sie die Grenzen des institutionellen Lernens sogar aus sehr kostspieligen und weithin anerkannten Fiskos verständlich machen.

### Zusammenfassung

Trotz weithin konsensueller Wahrnehmung und erheblicher Schwere ihrer Ratingfiaskos bestimmen Ratingagenturen weiter (mit) über die Refinanzierungsmöglichkeiten und -kosten von privaten und staatlichen Schuldern. Investoren folgen nach wie vor

64 Vgl. die entsprechenden konzeptuellen Erläuterungen von Oppermann / Spencer in diesem Heft.

65 Kruck, Dynamiken privater Autorität und die Rolle des Staates, aaO. (FN 31), S. 606-608.

ihrem Kreditwürdigkeitsstandard. Der Status von Ratingagenturen als private transnationale Autoritäten erweist sich als bemerkenswert »fiaskofest«. Dies liegt in erheblichem Maße daran, dass dieser autoritative Status als *Governance*-Akteure durch frühere staatliche Autorisierung, aber auch durch (Re-)Regulierungsbestrebungen nach Ratingfiaskos institutionalisiert und festgeschrieben wurde. Der pfadabhängige regulatorische Umgang mit Ratingfiaskos unterstreicht den Mehrwert einer historisch-institutionalistischen Analyseperspektive, die fokussiert, wie in der Vergangenheit liegende – aus heutiger Sicht fehlerhafte – Politikentscheidungen ein späteres Regulierungsdilemma beförderten, welche die Handlungsspielräume bei der lernbasierten Vermeidung von zukünftigen Fiaskos *qua* Reregulierung einengen. Für den politischen Umgang mit Fiaskos kommt es oft nicht primär, und schon gar nicht ausschließlich auf die Eindeutigkeit und Schwere eines Fehlers bzw. hegemoniale Konstruktionen von Fiaskos und deren Resonanz an. Für die politikwissenschaftliche Analyse von Fiaskos – und insbesondere deren Management und Prävention – gilt es vielmehr, mit geeigneten konzeptuellen und theoretischen Mitteln auch nicht-intendierte institutionelle Dynamiken und historische Pfadabhängigkeiten in den Blick zu nehmen, da diese die politischen Kapazitäten zum effektiven Handeln beim Management und der Prävention von Fiaskos erheblich beschneiden können, selbst wenn weithin geteilte Problemwahrnehmungen und Verantwortungszuweisungen vorliegen.

### Summary

Even after widely recognized and severe rating fiascos credit rating agencies continue to co-determine access to capital and costs of borrowing for both private and public debtors. Investors still follow CRAs' standard of credit-worthiness. CRAs' »fiasco-resilient« status as authoritative governance actors has been institutionalized and entrenched by both previous state empowerment and later post-fiasco re-regulation. States' path-dependent regulatory approach to dealing with CRAs' rating fiascos underlines the value-added of a historical institutionalist perspective to the study of fiascos. (Flawed) policy decisions in the past may create a later regulatory dilemma which in turn limits the scope for the learning-based prevention of future fiascos by means of post-fiasco re-regulation. The case of CRAs thus underlines that often it is not primarily, let alone exclusively, the unequivocal »objective« existence of severe mistakes or the »intersubjective« resonance of hegemonic constructions of policy fiascos that are key to understanding political actors' dealing with these fiascos. Rather, it is crucial for Political Science approaches to fiasco management and prevention to (also) focus on non-intended institutional dynamics and historical path-dependencies, since the latter may severely constrain political actors' capacity to effectively act even on the basis of widely shared problem definitions and responsibility attributions.

*Andreas Kruck*, Rating Fiascos and Regulatory Dilemmas: Lessons for the Study of Fiascos from States' Dealing with the Mistakes of Credit Rating Agencies